

Глава 1

Отечественный рынок первоначальных размещений отличается очевидным многообразием:

- эмитенты зарегистрированы (домицилированы) в различных юрисдикциях (Россия, Кипр, Нидерланды, Люксембург, США, Британские Виргинские о-ва, Каймановы о-ва, Джерси, Австрия, Великобритания, Гернси, Гонконг, о. Мэн);
- размещения проходят на различных площадках (Московская биржа, LSE, NYSE, NASDAQ, HKEx, Frankfurt Stock Exchange, Euronext);
- инвесторам предлагаются обыкновенные акции, разные виды депозитарных расписок, привилегированные акции;
- некоторые размещения осуществляются в соответствии с Положением С, некоторые — в соответствии с Правилom 144А и Положением С Закона США о ценных бумагах 1933 г.

В этой главе вы найдете ответ на вопрос о том, как сориентироваться в этом калейдоскопе и какое сочетание вышеуказанных элементов (структура размещения) является оптимальным.

Структура размещения определяется с учетом следующих основных факторов:

- специфики бизнеса — его размера, индустриальной принадлежности, срока существования, стратегии развития и т. д.;
- достоинств и недостатков отдельных элементов структуры размещения, доступных данному бизнесу, а также ограничений по комбинированию этих элементов;
- возможности адаптировать бизнес под оптимальную структуру размещения.

Учитывая стремительность развития событий в данной сфере, оговорюсь, что срез рынка, включая различные регуляторные требования, приводится по состоянию на 1 ноября 2014 г.

§ 1.1. Домициль

В большинстве случаев компании, осуществившие первичные размещения, были зарегистрированы в России («оншорный эмитент»), но встречаются и такие страны, как Кипр (AFI Development, Globaltrans, HMS Group, Ros Agro, Global Ports, MD Medical Group, QIWI, Tinkoff Credit Systems), Нидерланды (Pyaterochka, Amtel Vredestein, Yandex), Люксембург (Evraz Group, O'KEY), США (Golden Telecom, CTC Media), Британские Виргинские о-ва (Mail.Ru, Luxoft), Каймановы о-ва (Integra, Eurasia Drilling), Джерси (Trader Media East, Rusal), Австрия (С.А.Т. oil), Великобритания (RusPetro), Гернси (Etalon), Гонконг (IRC) и о. Мэн (Exillon Energy) («офшорный эмитент»).

Доля акций российского ОАО (открытого акционерного общества), которые могут размещаться за рубежом, ограничена (с 27.06.2003 — 40% уставного капитала, с 17.03.2006 — 35%, с 25.07.2008 — 30%, с 01.01.2010 — 25%)¹. Это затрудняет привлечение акционерного капитала, особенно при достижении предельного размера депозитарной программы, и вынуждает бенефициаров уходить в офшор. Если до кризиса 2008–2009 гг. случаи использования офшорного домициля носили эпизодический характер, то после кризиса уже более половины первоначальных размещений имеет зарубежную «прописку». При этом регистрация компании за рубежом отнюдь не гарантировала сделкам успех*.

* Ср. отмененные «оншорные» Русагро 2010, Монокристалл, КОКС, ЧТПЗ, Вертолеты России, ПромСвязьБанк и «офшорные» Uralchem, SMR, EuroSibEnergo, Nord Gold, Euroset, Domodedovo, Valinor, O1 Properties, NefteTransService, Siberian Anthracite. Здесь и далее примечания даны автором.

Вместе с тем для крупных оншорных эмитентов с листингом в России и за рубежом инкорпорация в форме ОАО обеспечивает автоматическое включение в индекс MSCI Russia независимо от ликвидности торгующихся в России акций (ср. с подходом к офшорным эмитентам в § 3.2).

Выбор страны регистрации эмитента — тема для отдельного, весьма объемного исследования. Ограничусь указанием на основные факторы такого выбора:

- налоговая эффективность. В связи с этим не вызывает удивления доминирование Кипра, с которым у России есть наиболее благоприятное для акционеров соглашение об избежании двойного налогообложения;
- исторически сложившаяся структура владения. Это объясняет широкую представленность в списке стран регистрации различных островных государств, обеспечивающих владельцам комфортный режим защиты собственности, в том числе через гарантии повышенной конфиденциальности. Налоговая эффективность исторически обеспечивалась за счет «компания-прокладки», как правило, кипрской, между эмитентом и российским активом, однако применение правил о контролируемых иностранных компаниях (КИК) может привести к корректировке традиционных подходов к инкорпорации холдинговых компаний;
- эффективность управления (как часто и где должны собираться органы управления компанией, насколько обременительна подготовка налоговой и бухгалтерской отчетности и т. д.);
- регуляторные требования. Например, для получения премиального листинга на Лондонской фондовой бирже (LSE) с объемом акций в свободном обращении менее 50% и последующим включением в биржевой индекс FTSE необходима регистрация эмитента в Великобритании.

Использование офшорного эмитента не всегда представляется возможным:

- по политическим соображениям. Это касается в первую очередь государственных компаний, хотя и частный бизнес испытывает на себе определенное политическое давление, направленное против офшоризации отечественного рынка;
- из-за исторически сложившейся структуры владения/управления бизнесом, изменение которой затруднено или невозможно ввиду:
 - 1) регуляторных ограничений (например, необходимость согласовывать реструктуризацию для компаний из «стратегических» отраслей²);
 - 2) коммерческих соображений (например, миноритарные акционеры компании с исторически торгуемыми акциями будут ожидать, что при изменении домициля им будет сделано добровольное предложение о выкупе или об обмене акций оншорного эмитента на акции офшорного).

Переходя к теме листинга, отмечу, что на зарубежных площадках оншорный эмитент может осуществить только листинг депозитарных расписок. Соответственно ему недоступны сегменты, требующие листинга акций (например, премиальный на LSE).

§ 1.2. Листинг

Доминирующими площадками являются Московская биржа и LSE, однако некоторые эмитенты размещались на NYSE (ВымпелКом, МТС, Вимм-Билль-Данн, Мечел, Luxoft), NASDAQ (Golden Telecom, CTC Media, Yandex, QIWI), HKEx (Rusal, IRC), Frankfurt Stock Exchange (C.A.T. oil) и Euronext (Rusal).

До 2002 г. включительно для первичного размещения российские компании, как правило, выбирали листинг в США, затем пальма первенства перешла к LSE. Переключению фокуса российских эмитентов с американского рынка на европейский способствовало принятие в США в 2002 г. закона Сарбейнса—Оксли, который ужесточил требования к корпоративному управлению и аудиту, предъявляемые к публичным компаниям. После кризиса 2008–2009 гг. технологические компании возродили интерес к листингу на NYSE/NASDAQ: если крупные эмитенты могут одинаково успешно разместиться в США или на LSE (как показал опыт Yandex и Mail.ru Group соответственно), то для небольших компаний (например, Luxoft) такой выбор, по сути, не стоит.

В 2004–2007 гг. получило распространение размещение с исключительно российским листингом. На профессиональном сленге этот тип сделки получил название «локальное» размещение (в противоположность «международному», то есть размещению с зарубежным или двойным — зарубежным и российским — листингом; российское размещение в рамках двойного листинга называют «локальным траншем»).

По своей природе локальное размещение несущественно отличается от международного. Их объединяют схожесть:

- процессов (подготовка, на которую уходит четыре-пять месяцев, и маркетинг, занимающий еще месяц);
- документации (международный проспект*, аналитические отчеты, соглашение об андеррайтинге, комфортные письма, юридические и налоговые заключения и т. д.);
- подхода к оценке (см. более подробно в следующей главе).

* В редких случаях локальное размещение обходится без него — сделка маркируется на основе презентации для роудшоу (Возрождение 2006).

В 2006–2008 гг. инвестиционные банки рекомендовали формат локального размещения для сделок объемом до \$400–500 млн. Для более крупных размещений предлагалось делать двойной (российский и зарубежный) листинг.

Чтобы оценить правомерность подобной рекомендации, я составил список пятидесяти инвесторов, наиболее активно участвовавших в первичных размещениях 2006–2008 гг. Этот список не включает «российских» инвесторов, для которых приобретение локальных акций по определению не является проблемой; речь идет о таких именах, как Capital, Fidelity, DWS и т. п. Затем я посчитал, кто из них принял участие в международных и локальных размещениях из данной выборки и какой объем спроса они обеспечили в каждом из случаев.

Как следует из табл. 1.1, по первому критерию дельта составила 14% в пользу международных размещений, по второму — 8,5% в пользу локальных. Обращает на себя внимание сохранение процентных долей независимо от объема размещения; аналогичная ситуация наблюдается с пропорцией спроса из США и из других стран (более подробно см. § 1.4). Иными словами, целевая аудитория международных и локальных размещений значительно совпадает, меняется только размер заявки в зависимости от объема размещения.

В целом по данной выборке без учета аллокаций стратегам размер международного размещения в среднем составил \$900 млн, размер локального размещения — \$400 млн.

Отсюда можно сделать вывод, что глубина рынка позволяла сделать локальное размещение большего объема.

Этот тезис был подтвержден после кризиса 2008–2009 гг., хотя и не сразу: в 2013 г. сначала Московская биржа, а затем Алроса обновили максимумы, достижимые в рамках локального размещения (\$0,5 и \$1,3 млрд соответственно).

Табл. 1.1. Доля участия 50 наиболее активных инвесторов в первичных размещениях 2006–2008 гг.

	Сколько из 50 инвесторов (%) приняли участие в размещении?	Какой объем спроса (%) они обеспечили?	
Международное размещение	Компания 1	62,0	21,1
	Компания 8	58,0	7,5
	Компания 13	68,0	38,5
	Компания 15	66,0	31,0
	Компания 18	38,0	16,4
	Компания 22	18,0	27,7
	Компания 23	66,0	13,6
	Компания 24	96,0	20,9
	Компания 26	36,0	12,6
	Компания 33	40,0	46,6
	Компания 36	40,0	20,8
	Медиана	58,0	20,9
Локальное размещение	Компания 4	44,0	25,7
	Компания 12	54,0	17,6
	Компания 16	44,0	29,0
	Компания 25	24,0	31,1
	Компания 30	38,0	29,8
	Компания 32	56,0	37,3
		Медиана	44,0

Хотелось бы отметить достижения регуляторной реформы последних лет, повысившие привлекательность локальных размещений:

- локальная стабилизация. Исторически поддержка котировок первичных размещений осуществлялась только в отношении депозитарных расписок, вступление в силу закона об инсайде³ создало базу для осуществления стабилизации в локальных акциях (на основе одностороннего маркет-мейкинга). Впервые механизм локальной стабилизации был реализован на IPO

- МегаФона и Московской биржи (во втором случае — с фактическим применением, в первом — без такового);
- реформа эмиссии. В первом издании сложностям структурирования размещений первичных акций оншорными эмитентами была посвящена целая глава. После вступления в силу закона 282-ФЗ⁴ акции дополнительного выпуска обрели возможность торговаться без временного регистрационного номера с момента объявления цены размещения, и бóльшая часть описанной ранее схемотехники утратила актуальность. 282-ФЗ внедрил ряд других полезных изменений (сокращение сроков осуществления преимущественных прав, возможность изменения решения о выпуске/продлении срока их действия и т. д.);
 - реформа листинга. С 9 июня 2014 г. эмитенты получили возможность проведения IPO в высшем котировальном списке, что дает доступ к пенсионным накоплениям⁵, при этом для крупных компаний планка free float была понижена с 25% до 10%⁶.

На LSE до кризиса 2008–2009 гг. российские компании размещались исключительно в сегменте «основной рынок — листинг депозитарных расписок», после кризиса эмитенты проявили интерес к премиальному листингу. Именно в этом сегменте состоялось первое посткризисное IPO (Exillon Energy 2009). В 2011 г. здесь предпринял попытку размещения Nord Gold, а в 2012 г. разместились компания RusPetro. Премиальный листинг дает доступ к биржевым индексам FTSE100 и FTSE250, следовательно, к спросу от соответствующих индексных фондов. Кроме того, этот сегмент может быть интересен компаниям, планирующим осуществлять трансграничные слияния и поглощения, поскольку позволяет оплачивать приобретения инструментом более привлекательным, чем депозитарные расписки. Вместе с тем он предъявляет повышенные требования

к корпоративному управлению и раскрытию информации, поэтому исторически офшорные эмитенты из России отдавали предпочтение сегменту депозитарных расписок (см. табл. 1.2).

Прочие зарубежные площадки привлекают внимание российских компаний эпизодически, несмотря на то что некоторые из них (например, Франкфуртская фондовая биржа и Euronext), в отличие от LSE, допускают включение депозитарных расписок в биржевые индексы, что особенно актуально для оншорных эмитентов. После кризиса 2008 г. прошла апробация Гонконга как потенциальной альтернативы LSE (состоявшиеся размещения — Rusal 2010 и IRC 2010, несостоявшиеся — SMR 2010 и EuroSibEnergо 2010). Эта площадка заинтересовала российские компании возможностью достижения более высокой оценки благодаря спросу от азиатских инвесторов. Но рынок вновь убедился, что механизм ценообразования первичных размещений един независимо от избранной площадки*, а для доступа к азиатскому спросу бизнес эмитента должен быть в значительной степени интегрирован в китайскую экономику. Кроме того, стало очевидным, что размещение в Гонконге требует больших трудовых и финансовых затрат, чем размещение депозитарных расписок на LSE:

- уровень сложности гонконгской формы проспекта А1 и последующего диалога с регулятором трудно сопоставить с процессом взаимодействия с британским ведомством по листингу (UK Listing Authority, UKLA);
- листинг на НКЕх требует подготовки прогноза прибыли, а также доказательства достаточности оборотного капитала в течение 12 месяцев после размещения;

* Размещение компании Rusal не показательно, поскольку здесь высокий уровень оценки был достигнут благодаря договоренностям с так называемыми «краеугольными» (cornerstone) инвесторами, а не благодаря спросу от азиатских институциональных инвесторов.

Табл. 1.2. Сравнительный анализ премиального листинга и листинга депозитарных расписок

	Премиальный листинг	Листинг депозитарных расписок
Позиционирование компании	Универсальный сегмент, в котором торгуется значительное число глобальных игроков	Сегмент, ориентированный на компании из развивающихся рынков
Индексы	Возможность включения в биржевые индексы FTSE100 и FTSE250*	Доступность только внебиржевого индекса FTSE Russia IOB, включающего 15 наиболее крупных и ликвидных российских компаний
Выпуск прав (rights issue)	Доступность классической структуры выпуска прав	Необходимость прибегать к нестандартным структурам выпуска прав (см. § 3.1)
Участие в доходах депозитария	Нет, поскольку выпуск депозитарных расписок не осуществляется	Да
Корпоративное управление	Не менее половины членов совета директоров должны быть независимыми	Следование требованиям страны регистрации и рыночной практики: как правило, достаточно двух-трех независимых директоров
Применимость Кодекса о поглощениях	Да	Нет
Доказательство достаточности оборотного капитала в течение не менее 12 месяцев после даты проспекта	Да	Нет
Публикация полугодовой отчетности	Публикация полугодовой отчетности в течение двух месяцев после окончания отчетного периода	Аналогичное требование не предъявляется; в соответствии с рыночной практикой компании раскрывают эту информацию, но не всегда в течение двух месяцев после окончания отчетного периода

* Для включения в индексы требуется, чтобы эмитент был зарегистрирован в Великобритании или чтобы его акции в свободном обращении составляли более 50% уставного капитала.

- процесс подготовки проспекта включает скрупулезную процедуру его верификации, за ошибки в ходе которой директорам компании грозит уголовная ответственность;
- соответственно услуги юридических консультантов вдвое дороже, чем при листинге депозитарных расписок;
- эмитент несет затраты на услуги дополнительных консультантов, которые не требуются для размещения в Лондоне (оценщик собственности, консультант по системам внутреннего контроля).

§ 1.3. Инструмент

Инвесторам в основном предлагаются обыкновенные акции и различные виды депозитарных расписок, которые могут быть выпущены как оншорным, так и офшорным эмитентом. Выбор инструмента, как выяснилось выше, иногда диктуется домицилем и типом листинга.

В течение «американского» периода развития отечественного рынка (1996–2002 гг.) для размещений использовались американские депозитарные расписки (АДР), «европейский» период ознаменовался переходом на глобальные депозитарные расписки (ГДР).

Депозитарные расписки оншорных эмитентов в целом пользуются бóльшим спросом, чем акции локального размещения, или на профессиональном сленге «локалка» (см. табл. 1.3). Соответственно одна из основных задач по структурированию сделок с двойным листингом — это «втискивание» объема размещения в установленный лимит, в противном случае спрос на акции может оказаться недостаточным для комфортного уровня переподписки или даже для закрытия книги заявок. Показателен пример ТрансКонтейнера 2010: в условиях фиксированной разбивки инструментов IPO состоялось только благодаря

тому, что большую часть акций выкупил стратегический инвестор. Статистика по некоторым другим размещениям также объясняется регуляторными ограничениями (например, Роснефть и ВТБ) или существенным участием стратегического инвестора (ОГК-2).

Табл. 1.3. Распределение спроса между депозитарными расписками и акциями, %

Год	Эмитент	Депозитарные расписки	Акции
2006	Комстар	95,0	5,0
2006	Роснефть	70,0	30,0
2006	ТМК	80,0	20,0
2006	Система-Галс	93,9	6,1
2006	ЧЦЗ	92,4	7,6
2006	Северсталь	96,1	3,9
2007	Полиметалл	98,7	1,3
2007	Ситроникс	92,5	7,5
2007	ММК	97,2	2,8
2007	Фармстандарт	62,5	37,5
2007	ВТБ	65,0	35,0
2007	ПИК	67,7	32,3
2007	ОГК-2	25,7	74,3
2007	Уралкалий	86,6	13,4
2007	НМТП	70,5	29,5
2007	ЛСР	91,8	8,2
2010	ТрансКонтейнер	56,6	43,4
2011	НОМОС Банк	85,6	14,4
2011	ФосАгро	69,0	31,0
2012	МегаФон	97,7	2,3
	Медиана	86,1	13,9

Другой способ решения данной проблемы — не давать инвесторам выбора, то есть делать локальное размещение. Но здесь нужно учитывать, что, несмотря на значительное расширение круга

иностранцев, которые могут держать акции, подобное решение отсекает часть потенциального спроса, в первую очередь за счет глобальных фондов, в том числе инвестирующих в развивающиеся рынки (global emerging markets, GEM).

Российскому рынку известен лишь один случай первичного публичного размещения привилегированных акций (Сибкакадембанк 2006). Данное решение может быть интересно компании, основной акционер которой не готов «размываться» и которая может обеспечить привлекательный дивидендный поток.

Наконец, в рамках первичного размещения инвесторам одновременно с другими инструментами могут быть предложены конвертируемые облигации. Так, этот инструмент вызвал повышенный интерес в рамках размещения ОГК-2 в 2007 г., однако от транша конвертируемых облигаций пришлось отказаться из-за изменения ценовых условий сделки и значительного сокращения спроса в депозитарных расписках. Конвертируемые облигации позволяют привлечь дополнительный спрос, поскольку предлагают инвесторам сочетание участия в росте стоимости акций с защитой от снижения их котировок.

§ 1.4. Правило 144А / Положение С

Размещения с листингом вне США совершаются в соответствии с Положением С (Regulation S) или в соответствии с Правилom 144А (Rule 144А) и Положением С Закона США о ценных бумагах 1933 г.

Маркетингование сделки в соответствии с Правилom 144А дает доступ к квалифицированным институциональным покупателям из США (проведение встреч и рассылка проспекта, получение заявок), однако усложняет процесс размещения:

- сделка должна состояться не позднее 135 дней с последней отчетной даты, то есть не позднее 12 февраля, 15 мая, 12 августа

(де-факто не позднее середины июля из-за начала сезона отпусков) или 12 ноября. Это требование, получившее название «правило 135 дней», предъявляется аудиторами при выпуске комфортных писем по стандарту SAS72;

- юридические консультанты более строго подходят к подготовке международного проспекта, поскольку от них требуется предоставление банкам-организаторам заключений о полном раскрытии информации («10b-5»).

При проведении размещения по Положению С возможность привлечения спроса со стороны американских инвесторов сохраняется, однако ограничивается их «офшорными» фондами. При этом проведение встреч / предоставление материалов в США и получение заявок из США не допускаются.

До кризиса 2008–2009 гг. международные размещения обычно проводились в соответствии с Положением С и Правилем 144А, локальные размещения — в соответствии с Положением С.

Применительно к выборке первичных размещений 2006–2008 гг. при проведении сделок по Правилу 144А на американских инвесторов в среднем приходилось 21,1% от общего спроса (рис. 1.1).

В размещениях, проведенных по Положению С, доля американских инвесторов в среднем составляла 15,1% (рис. 1.2).

Таким образом, Правило 144А обеспечивало в среднем 6% дополнительного спроса от американских инвесторов.

Несмотря на возможность приобретения депозитарных расписок по Правилу 144А, многие фонды из США предпочитают инвестировать в депозитарные расписки по Положению С через офшорные фонды (см. рис. 1.3). Это связано с тем, что депозитарные расписки по Положению С более ликвидны. Вычитая из общего американского спроса (21,1%) объемы, приобретенные в форме депозитарных расписок по Правилу 144А (10,5%), получаем, что более половины спроса из США привлекается в форме депозитарных расписок

по Положению С. Таким образом, практическое применение Правила 144А во многом состоит в том, чтобы маркетировать расписки по Положению С в США.

Рис. 1.1. Соотношение спроса из США и спроса из других стран (сделки по Правилу 144А)

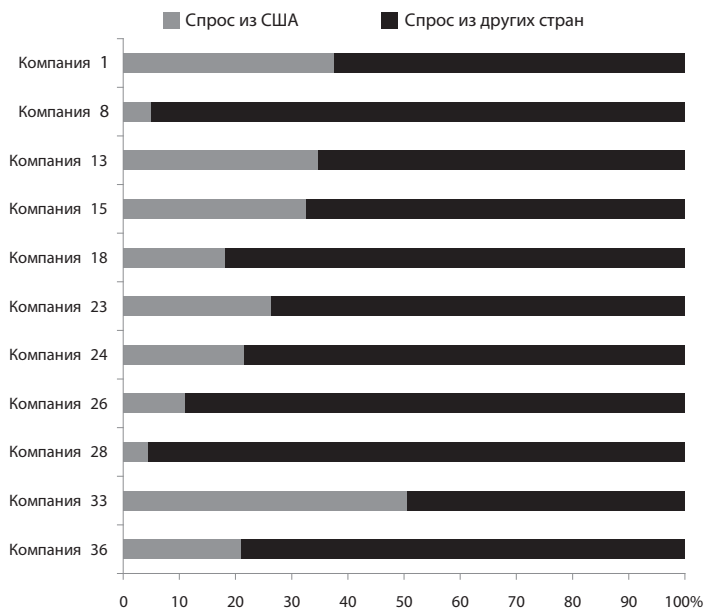


Рис. 1.2. Соотношение спроса из США и спроса из других стран (сделки по Положению С)

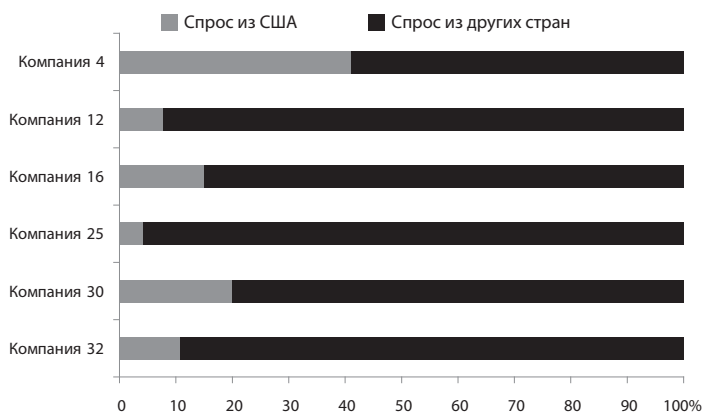
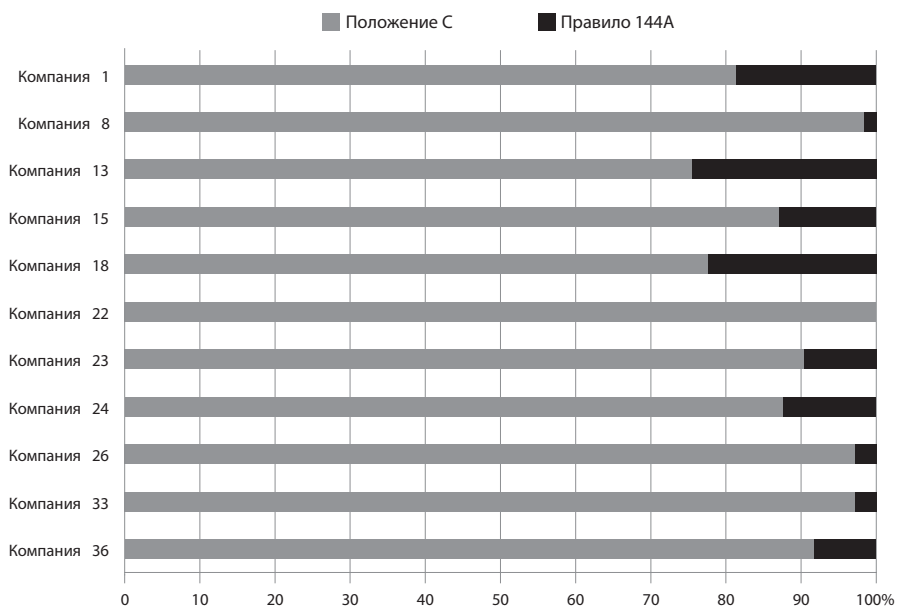


Рис. 1.3. Соотношение аллокаций расписок по Положению С и по Правилу 144А

Состоявшиеся локальные размещения 2010 г. по инерции маркировались только в соответствии с Положением С. Последующие размещения с листингом в Москве уже включали компонент по Правилу 144А (Московская биржа 2013, Алроса 2013), и до выхода рынка из бокового тренда ожидать изменения этой практики не приходится.

Примечания

1. Постановление ФКЦБ РФ от 01.04.2003 № 03–17/пс, Приказ ФСФР РФ от 12.01.2006 № 06–5/пз-н, Приказ ФСФР РФ от 10.06.2009 № 09–21/пз-н.
2. В соответствии с Федеральным законом от 29 апреля 2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства».
3. Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
4. Федеральный закон от 29 декабря 2012 г. № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».
5. Федеральный закон от 24 июля 2002 г. №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».
6. Приказ ФСФР от 30 июля 2013 г. №13-62/пз-н «Об утверждении порядка допуска ценных бумаг к организованным торгам».



[Почитать описание, рецензии
и купить на сайте](#)

Лучшие цитаты из книг, бесплатные главы и новинки:

