

Роль профессиональных участников рынка ценных
бумаг в процессе привлечения компанией
инвестиций

Conference: Investment in Russia: Trends, methods and
best practices (Moscow, 25-26 September 2006)

Лукашов Андрей Валерьевич
руководитель департамента
финансового консалтинга
«Форум Консалтинг»
www.forumconsulting.ru

Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Профессиональный участник на рынке ценных бумаг может осуществлять следующие виды деятельности:

- Дилерская деятельность
- Брокерская деятельность
- Деятельность по управлению ценными бумагами
- Депозитарная деятельность
- Клиринговая деятельность
- Деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг
- Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг

Брокерская и дилерская деятельность

- **Брокерской деятельностью** является совершение операций с ценными бумагами в интересах клиента по договору поручения или договору комиссии. Для того чтобы осуществлять брокерскую деятельность, необходимо получить лицензию (**брокерскую лицензию**). ФСФР выдает лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности сроком на три года. **Брокерская лицензия** может быть выдана физическому лицу или организации, которая отвечает требованиям ФСФР.
- **Дилерской деятельностью** является деятельность по купле-продаже ценных бумаг юридическим лицом от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи с обязательством исполнения сделок по этим ценным бумагам по объявленным ценам. Для того чтобы осуществлять дилерскую деятельность, необходимо получить лицензию (**дилерскую лицензию**). ФСФР выдает лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности сроком на три года. Дилерская лицензия может быть выдана организации, которая отвечает требованиям ФСФР. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется дилером. Дилером по российскому законодательству может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.
- Обычно брокерская компания получает лицензию на осуществление брокерской деятельности, дилерскую деятельность, а также лицензию на деятельность по управлению ценными бумагами.

Депозитарная деятельность

Депозитарная деятельность представляет собой комплекс мер по оказанию услуг, связанных с хранением сертификатов ценных бумаг, и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. Депозитарной деятельностью могут заниматься только юридические лица. Для того чтобы правомерно осуществлять депозитарную деятельность, необходимо получить лицензию (далее - депозитарная лицензия). Федеральная служба по финансовым рынкам выдает лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности сроком на три года. Депозитарий выполняет достаточно много операций, но среди них можно выделить две основные.

- услуги по хранению сертификатов ценных бумаг.
- услуги по учету прав на ценные бумаги. Передача ценных бумаг на хранение депозитарию не означает переход к депозитарию прав собственности на данные ценные бумаги.

Главная задача депозитария - обеспечить сохранность ценных бумаг или прав на ценные бумаги и действовать исключительно в интересах депонента. Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами, управлять ими или совершать с ними какие-либо операции. В связи с тем, что находящиеся на хранении у депозитария ценные бумаги не являются его собственностью, на них не может быть обращено взыскание по его обязательствам.

Депозитарную деятельность, возможно совмещать со следующими видами деятельности:

- брокерская деятельность, дилерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами и депозитарная деятельность;
- клиринговая деятельность и депозитарная деятельность.

Клиринговая деятельность, деятельность по ведению реестра, по организации торговли

Клиринговая деятельность— комплекс мер по оказанию услуг, связанных с деятельностью по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним.

Деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг— комплекс услуг, связанных с сбором, фиксацией, обработкой, хранением и предоставлением данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг— деятельность, направленная на предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Нормативы достаточности собственных средств

Дилерская деятельность - 500 тыс. руб.

Брокерская деятельность - 5 000 тыс. руб.,

при этом норматив достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих дилерскую (брокерскую) деятельность и оказывающих услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг, - 35 000 тыс. руб.;

Деятельность по управлению ценными бумагами - 5 000 тыс. руб.;

Клиринговая деятельность - 15 000 тыс. руб.;

Депозитарная деятельность - 20 000 тыс. руб., при этом норматив достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих депозитарную деятельность, связанную с осуществлением депозитарных операций по итогам сделок с ценными бумагами, совершенных через организаторов торговли на рынке ценных бумаг (**расчетный депозитарий**), - 35 000 тыс. руб.;

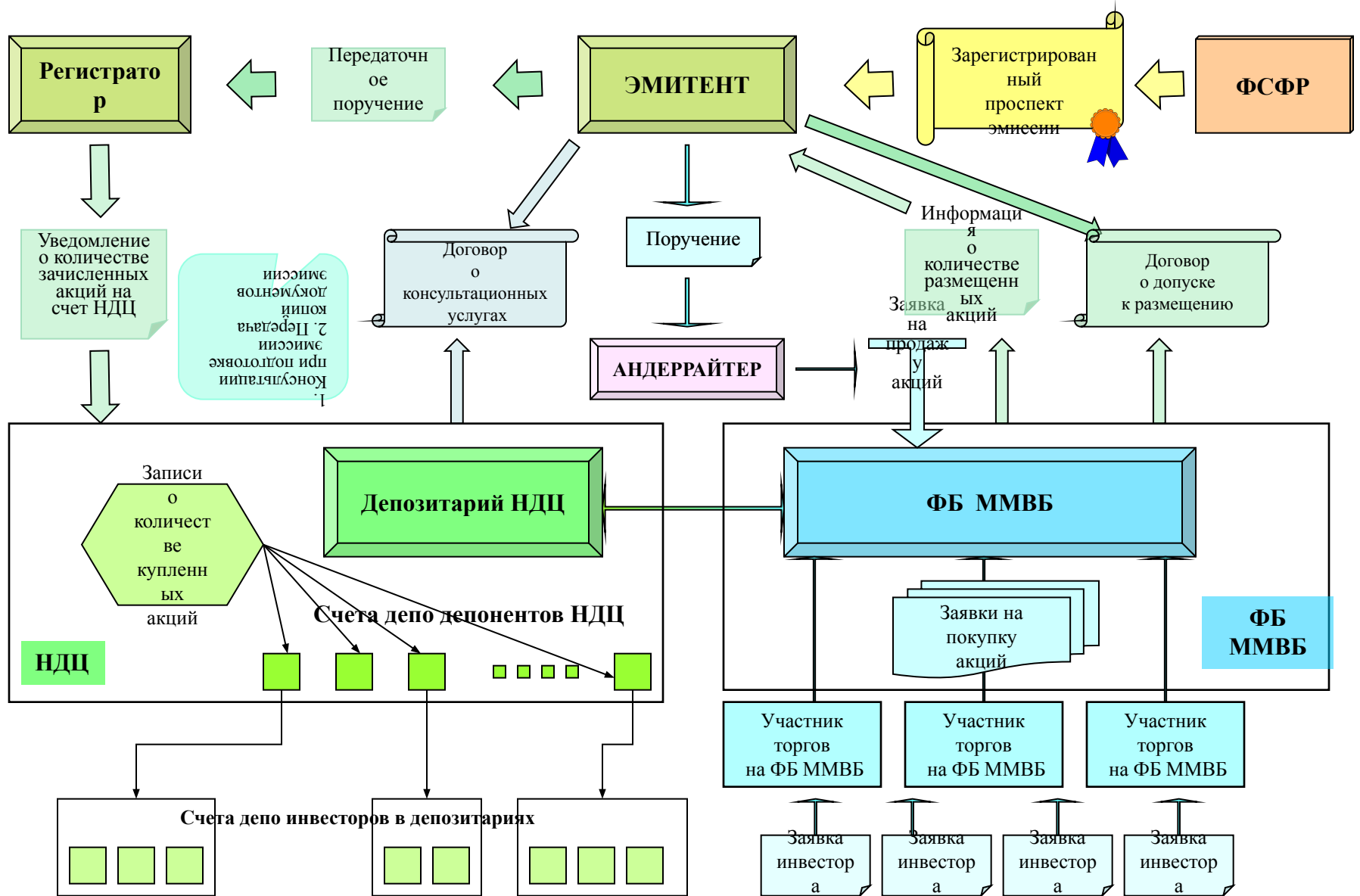
Деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг - 30 000 тыс. руб.

Совмещение клиринговой и депозитарную деятельность , - 30 000 тыс. руб.

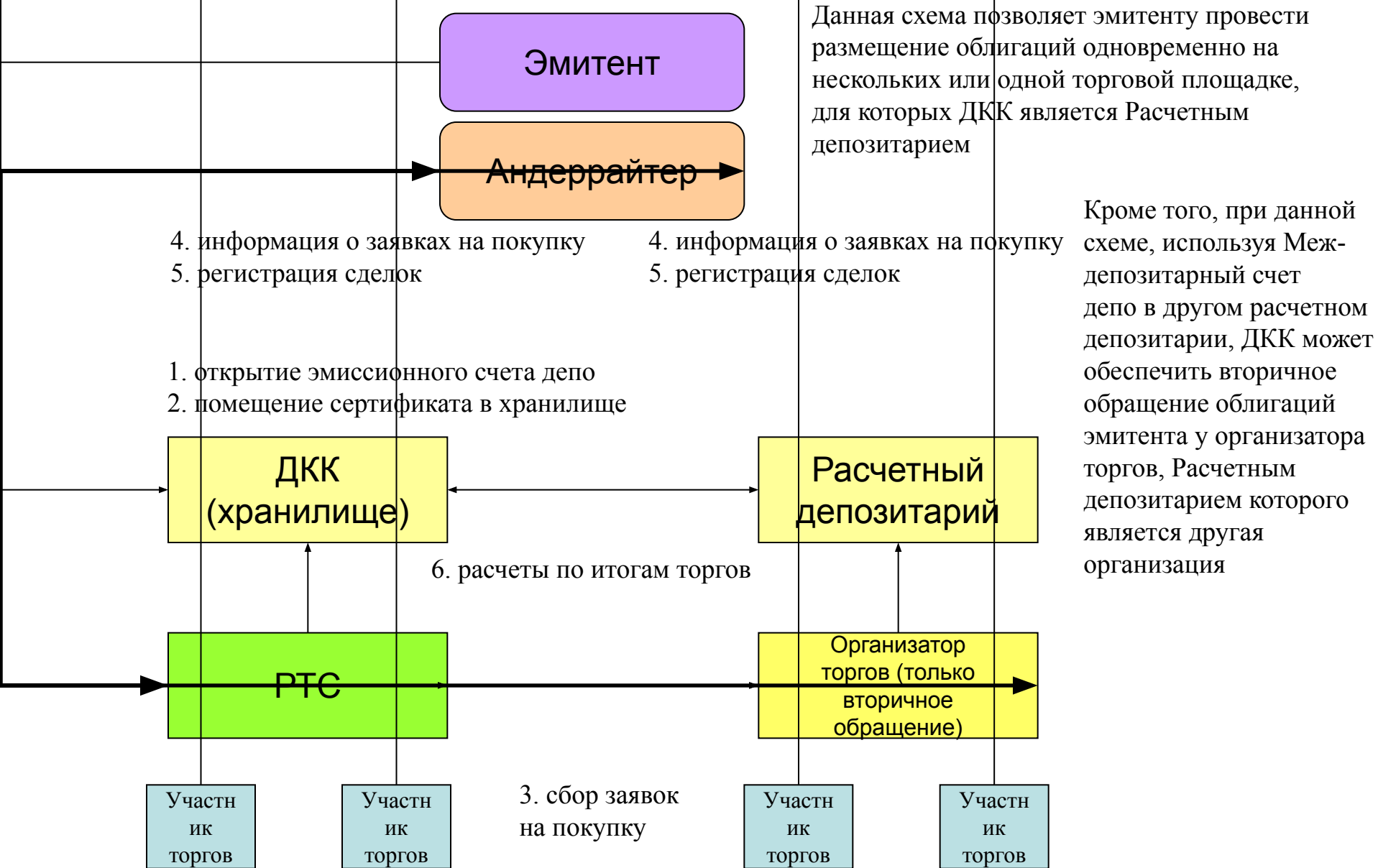
Совмещение деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг и клиринговую деятельность , - 40 000 тыс. руб.

Совмещение клиринговой деятельности с деятельностью фондовой биржи 75 000 тыс. руб.

Схема проведения IPO на ФБ ММВБ (по материалам ММВБ)



Обслуживание первичного размещения облигаций на РТС при открытии эмитентом счета эмитента в ДКК



Андеррайтер

Заключать сделки на бирже по российскому законодательству имеет право только член биржи, которым может быть только обладающий специальной лицензией профессиональный участник фондового рынка (инвестиционная компания или банк).

Соответственно для продажи ценных бумаг эмитенту необходимо назначить андеррайтера, который должен являться торговым участником биржи, осуществляя по договору с эмитентом, размещение ценных бумаг от своего имени, по поручению и за счет клиента.

В соглашении между эмитентом и андеррайтером может быть прописано, что в любом случае, найдутся ли на рынке покупатели для всей эмиссии ценных бумаг или нет, андеррайтер обязуется выкупить весь объем эмиссии.

Выбор андеррайтера – один из важнейших этапов подготовки к IPO. Нередко проводится специализированный тендер.

Крупнейшие российские андеррайтеры – Альфа-Банк, Внешторгбанк, ИК «Тройка-Диалог», МДМ-Банк, Международный Московский Банк, Уралсиб, Росбанк, Промсвязьбанк.

Система нормативных правовых актов для рынка ценных бумаг находится на стадии развития

В российских нормативных правовых актах фактически не закреплены такие основополагающие для рынка ценных бумаг понятия как «андеррайтер», «лид-менеджер», «букраннер», «маркетмейкер» и др. И это порождает различного рода юридические ошибки и неточности. В частности на законодательном уровне не закреплены такие широко используемые понятия как «андеррайтинг» и «андеррайтер».

- ФЗ «О рынке ценных бумаг» вообще не содержит термина «андеррайтер»
- Два нормативных правовых акта содержат упоминание андеррайтера, но не раскрывают его суть.
 - Постановление ФКЦБ РФ от 11.10.1999 №9
 - Постановление ФКЦБ РФ от 31.12.1997 №45

брокер может выступать андеррайтером при размещении эмиссионных ценных бумаг =>
- Инструкция ЦБ (№110-И от 16.01.2004 и №102-И от 22.07.2002) – указывается, что обязательства банка выкупить ценные бумаги эмитента вытекают из выполнения банком функции андеррайтера в отношении корпоративных ценных бумаг, при этом андеррайтер является посредником при размещении ценных бумаг.
- Также надо учитывать абзац 3 пункт 1 статьи 3 ФЗ «О рынке ценных бумаг»

В результате: андеррайтер – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую деятельность, оказывающий услуги по размещению ценных бумаг и обязанный приобрести за свой счет не размещенные в срок, предусмотренный договором, ценные бумаги.

Работа с андеррайтером: нюансы российской практики

«Нередко на практике, когда речь заходит о функции андеррайтера, забывается, что его основная роль – обеспечение гарантированного объема размещения, а не только выполнение посреднических функций при размещении...

Топ-менеджеры организаций-эмитентов в первую очередь обращают внимание именно на эту функцию андеррайтера»

--- Ю. Приходина, ст.юрист «ФИНАМ»

- Применительно к профессиональному участнику РЦБ – брокеру, оказывающему услуги по организации публичного размещения ценных бумаг и не приобретающему за свой счет неразмещенные в срок ЦБ клиента-эмитента, - более правильно использовать термин не «андеррайтер», а «организатор размещения» или «брокер».
- На рынке большинство эмитентов предпочитают работать именно с андеррайтерами.
- Сами брокеры не всегда охотно берут на себя обязательство по гарантированию оговоренного объема размещения путем выкупа за свой счет неразмещенных бумаг.
- В итоге набор функций андеррайтера оказывается несколько деформированным по сравнению с классическим определением

Тот, кто в России называется андеррайтером, скорее, является брокером с несколько расширенным перечнем принятых на себя обязательств

Услуги брокера при подготовке IPO

Юристы выделяют «основные» и «сопутствующие» услуги брокера:

«Основные» услуги – функции брокера, определяющиеся спецификой его деятельности как профессионального участника РЦБ и закрепленные на законодательном уровне

1. Комплекс мероприятий по размещению эмиссионных ценных бумаг у организатора торговли, включающих деятельность «по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.
2. Брокер, оказывающий услуги по размещению эмиссионных ценных бумаг, подписывает уведомление об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг (процедура, альтернативная государственной регистрации отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг), подтверждая тем самым достоверность и полноту всей информации, содержащейся в таком уведомлении.

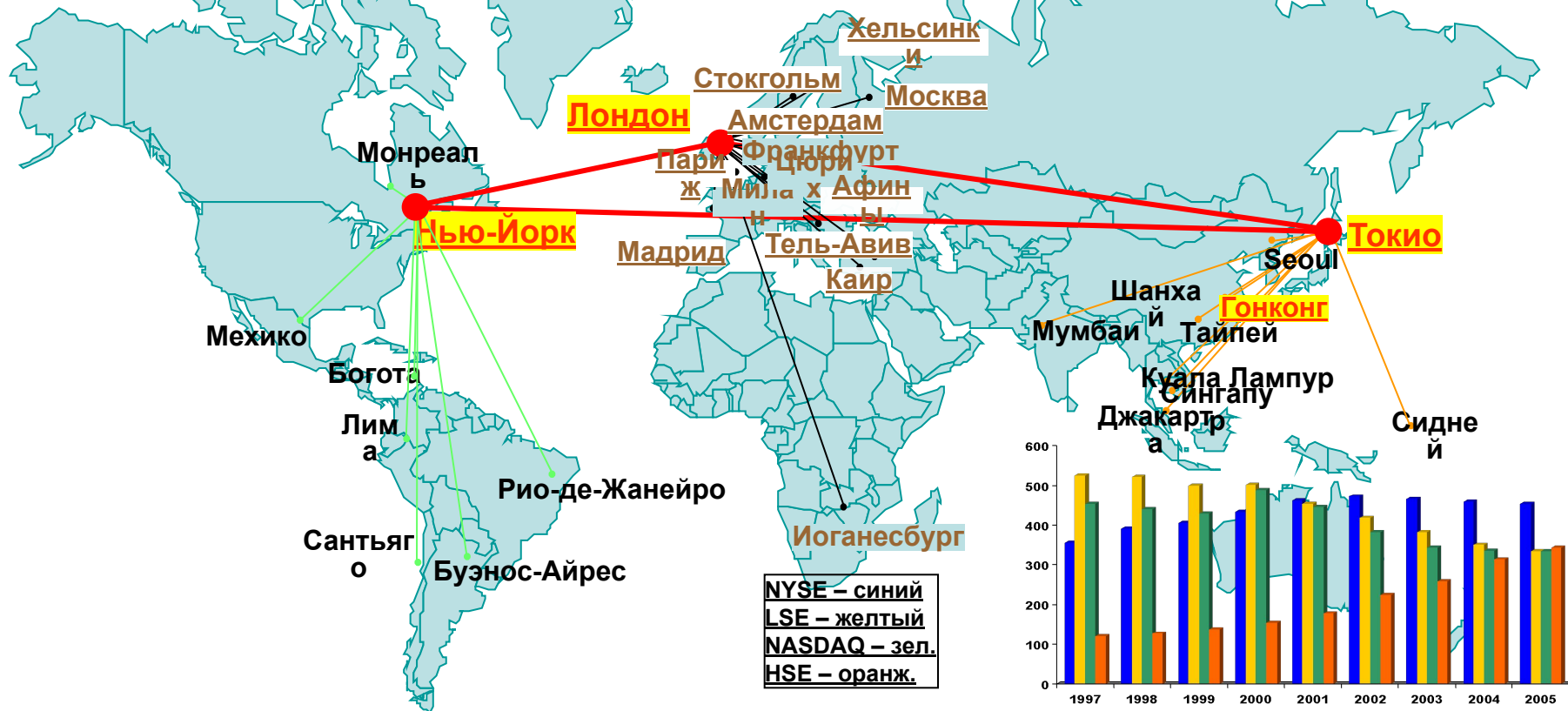
«Сопутствующие» услуги брокера при подготовке IPO

1. Изучение (due diligence) бизнеса эмитента и его организационной (корпоративной) структуры, оценка возможностей капитализации эмитента для целей IPO.
2. Консультационные услуги по вопросу организационной структуры эмитента, оптимальной для целей последующего публичного размещения эмиссионных ценных бумаг эмитента, в том числе разработка будущей организационной структуры эмитента, подготовка вариантов реструктуризации эмитента перед публичным размещением, анализ привлекательности создаваемой организационной структуры.
3. Разработка схем участия миноритарных акционеров в измененной организационной структуре эмитента.
4. Разработка графика реализации мероприятий, связанных с подготовкой и проведением IPO
5. Подготовка необходимых в соответствии с законодательством решений, эмиссионных документов, в том числе разработка схем размещения, подготовка предложений по параметрам и условиям размещения эмиссионных ценных бумаг эмитента

Мировая система фондовых рынков: глобальные и региональные биржи («hub and spoke exchange model»)

В настоящее время сформировались три кластера фондовых рынков с центрами в Нью-Йорке, Лондоне и Токио. Москва относится к Лондонскому кластеру, но с сохранением значительной ориентации на Нью-Йорк.

Несмотря на положительные изменения, российский фондовый рынок не полностью соответствует современным нормам и стандартам, а в его основе лежат устаревшие модели. Это с одной стороны, препятствует полноценной интеграции в глобальную финансовую систему, а с другой стороны подталкивает компании и дальше уходить на иностранные рынки.



Крупнейшие размещения на фондовых биржах Лондона и Гонконга 2005 г. : опыт Китая заслуживает внимания и осмысления.

1. Крупнейшие размещения в Лондоне - российских компаний.
2. Китайские размещения более многочисленные и более крупные по объему привлеченных средств
3. В Китае на бирже уже разместились крупнейшие государственные и коммерческие банки

LSE (Main Market) 2005

<u>Company</u>	<u>Country</u>	<u>Wwide Mkt Cap (\$mm)</u>	<u>IPO Value (\$mm)</u>	<u>144A</u>
Telecom Egypt	Egypt	5,053	591	X
Frutarom Industries	Israel	460	57	X
Evrar Group SA	Russia	6,711	422	X
Pyaterochka Hldg N.V.	Russia	2,570	585	X
Amtel Vredestein NV	Netherlands	684	223	X
Bank Muscat	Oman	1,942	161	
Sistema JSFC	Russia	11,290	1,354	X
Novatek OAO	Russia	7,894	927	X
Novolipetsk Iron and Steel Corp	Russia	9,529	624	X
Investcom LLC	Un.Emirates	4,610	759	
UTI Bank	India	1,979	237	X
Kumho Tire Co Inc	So.Korea	1,215	266	

Hong Kong SE 2005

<u>Company</u>	<u>Country</u>	<u>Wwide Mkt Cap (\$mm)</u>	<u>IPO Value (\$mm)</u>	<u>144A</u>
Shanghai Electric Group Company Limited	China	4,525	648	X
China Shenhua Energy Company Limited	China	21,819	3,279	X
Bank of Communications Co., Ltd	China	24,079	2,166	X
China COSCO Holdings Company Limited	China	2,891	1,227	X
Guangzhou R&F Properties Co., Ltd	China	2,954	294	X
AAC Acoustic Technologies Holdings Inc	China	837	126	X
China Yurun Food Group Limited	China	838	224	X
China Paradise Electronics Retail Limited	China	846	152	X
China Construction Bank Corporation	China	85,508	9,231	X
Shenzhou International Group Holdings Limited	China	470	117	X
Parkson Retail Group Limited	China	1,022	241	X
Dongfeng Motor Group Company Limited	China	2,501	589	X

Лондонская система андеррайтинга (до прихода американцев)

- до 1945 года 30% всех IPO не имели андеррайтеров, а андеррайтинг мог проводиться значительным кругом промоутеров, стокброкеров, директоров компаний, промышленными трестами, синдикатами. Проблема – андеррайтеры могли оказаться без капитала.
- с 1945 – андеррайтингом акций начинает заниматься «капитал с репутацией» - учреждается Issuing Houses Association (ассоциация уважаемых банкирских домов, до этого занимались андеррайтингом иностранных облигаций, но не акций) во главе с банками Barings и Rothschilds.

В Лондоне использовалось два вида размещения:

1. Размещение «прав» (rights offering) – публичные компании обязаны были предлагать новую эмиссию уже существующим акционерам компании на пропорциональной основе для того чтобы уберечь акционеров от размывания и сохранить их долю в компании (но это очень ограничивало класс акционеров – владельцев акций, не могла возникнуть т.н. «акционерная культура» в обществе).
2. Размещение по фиксированной цене (placing) после реформы 1986: андеррайтеры приобретали акции непосредственно у эмитента и затем продавали инвесторам (без комиссии). Вся эмиссия выкупалась одновременно и риск полностью ложился на банкиров-андеррайтеров.
 - считалось, что в Лондоне ценные бумаги «покупаются, а не продаются»: банкиры объявляли цену акций и ждали, когда им позвонят покупатели и купят акции по фиксированной цене. Около двух недель банкиры принимали заказы, затем акции распределялись среди купивших.
 - американские банкиры, работавшие в Лондоне, очень не любили эту систему, так как считали ее слишком рискованной для андеррайтера: спрос и цена акций могли значительно измениться за время ожидания.
 - в целях устранения риска британские банкиры выкупали акции у эмитентов со значительной скидкой 15-20%, что приводило к возникновению «серого рынка» акций.

«Корпоративный» брокер в Лондоне

Понятие «corporate broker» – уникально для Англии. Такого института нет в США: там под брокером подразумевается stock broker, который выполняет функции по покупке-продаже акций для клиентов. Ранее наличие корпоративного брокера было обязательно для получения листинга на LSE. Сейчас компаниям на основной площадке надо иметь спонсора (аналог брокера), а на AIM требуется постоянный номинированный корпоративный брокер.

Основная задача брокера на первичном рынке акций – помогать компании привлекать капитал на рынках капитала при первичном размещении. Брокеры должны иметь прочные связи с ключевыми финансовыми институтами и должны обладать навыками маркетинга ценных бумаг фирмы среди институциональных инвесторов.

Другая основная функция брокера - это помогать компании на вторичном рынке. Брокер выступает посредником между компанией и рынком и является связующим звеном между инвестиционным сообществом и компанией. Брокер стимулирует интерес инвесторов к акциям компании, с одной стороны, и консультирует компанию относительно оценки ее акций, с другой. Как посредник брокер выполняет следующие функции:

- Брокер должен сообщать компании финансовые результаты ее конкурентов незамедлительно после их публикации, изменения в цене акций конкурентов, а также основные новости, связанные с сектором, в котором работает компания.
- Брокер должен консультировать директоров и сотрудников компании относительно последствий для рыночной цены акций всех сделок с акциями компании.
- Брокер должен постоянно информировать компанию об условиях на рынке, изменениях в цене и объемах торговли ее акциями.

Роль корпоративного брокера при размещении на AIM-LSE

В целях обеспечения успешного размещения акций компании брокер должен приложить значительные усилия в период подготовки и проведения размещения:

- Брокер играет центральную роль при формировании ожиданий руководства компании относительно реалистичной оценки стоимости акций компании.
- Брокер занимается маркетингом компании среди инвесторов, а также составлением книги заявок на акции.
- Брокер планирует маркетинговую стратегию и является организатором road show - серии презентаций руководства компании для потенциальных инвесторов. При проведении road show брокер отвечает за контакты с инвесторами после проведения презентаций и предоставлению компании обратной связи с инвестиционным сообществом. Брокер совместно с юристами компании составляет структуру и текст презентации.
- Ближе к окончанию маркетинговой программы начинается процесс формирования книги заявок. Брокер получает от инвесторов заявки на покупку акций компании. Между брокером и инвесторами заключается соглашение о покупке акций.
- Брокер контролирует передачу акций инвесторам и вырученных средств компании, осуществляемой посредством электронной депозитарной системы CREST.

Роль номинированного советника (НОМАДА) при размещении на AIM-LSE

Номад выполняет три основные категории задач:

- номад принимает решение, соответствует или не соответствует компания правилам допуска на AIM.
- номад управляет процессом размещения акций компании на бирже.
- после размещения номад консультирует руководство компании по вопросам корпоративного управления и обеспечивает соответствие компании правилам AIM.

Следует четко понимать различия в роли номада и брокера. Несмотря на то, что одна и та же организация может одновременно исполнять роли советника и брокера, между ними существуют значительные различия. Роль советника (номада) – давать компании рекомендации по разнообразным вопросам, связанным с корпоративными финансами, управлять процессом размещения акций на бирже и выступать регулятором со стороны биржи по отношению к компании. Основная роль брокера – привлекать капитал для компании со стороны институциональных инвесторов, обеспечивать стабильность торговли акциями компании после размещения, публиковать аналитические отчеты о компании и обеспечивать поддержание постоянного интереса инвесторов к акциям компании. Клиентом номада является компания, и все отношения между номадом и компанией являются конфиденциальными. Клиентом же брокера являются институциональные инвесторы. Брокер не посвящен в конфиденциальные отношения между номадом и компанией. В случае если одна и та же фирма является одновременно и номадом и брокером, то между этими подразделениями должны существовать четкие разделения обязанностей и т.н. “китайская стена” по неразглашению информации.

Приватизация и распространение американского метода андеррайтинга

- При М. Тэтчер с помощью IPO была проведена приватизация таких компаний, как British Telecom, British Petroleum и Cable and Wireless, в ходе которой среди инвесторов были размещены акции в среднем на \$5 млрд. за каждую компанию. Поскольку многие приватизационные IPO оказались слишком большими для Лондона, к проведению данных IPO были привлечены американские инвестиционные банки. Американские методы проведения размещения становятся доминирующими:
- метод «твердых обязательств» (Firm Commitment): андеррайтер выкупает всю эмиссию у компании-эмитента, а затем пытается перепродать акции инвесторам. Разница между ценой покупки и ценой перепродажи называется валовым спредом (gross spread). Валовой спред, как правило, оговаривается до выпуска предварительного проспекта. В США он составляет 7% от размера эмиссии, Валовой спред делится на три компонента:
 - комиссионные за продажу акций - Selling concessions (около 60% от валового спреда);
 - оплата услуг по андеррайтингу - Underwriting fees (около 20% от валового спреда);
 - оплата услуг по проведению IPO Management fees (около 20% от валового спреда).
- метод «максимальных усилий» (Best Effort): андеррайтеры всего лишь соглашаются предпринять «максимум усилий» для свободной продажи акций. При методе «максимума усилий» количество акций для размещения может меняться, а также не существует фиксированного периода сбора заявок. Применяется для небольших и рискованных компаний. Инвестиционный банк выступает только в роли посредника.
- ценообразование и аллокация проводятся по методу «формирования книги заявок» или букбилдинг.

Роль андеррайтеров выполняют инвестиционные банки

Организационная структура инвестиционного банка:

Banking - Банкинг

“Coverage”

- Corporate Finance
- Mergers & Acquisitions

•Investment Banking

Fixed Income – Долговые инструменты

Debt Capital Markets (DCM)

- Syndicate
- Marketing

Sales

- Institutional
- Retail

Trading (proprietary)

- Risk
- Profits

Structured Finance

Credit Research

Private Placement

Loan Syndication

Equity – Акционерный капитал

Equity Capital Markets (ECM)

- Sales

•Trading

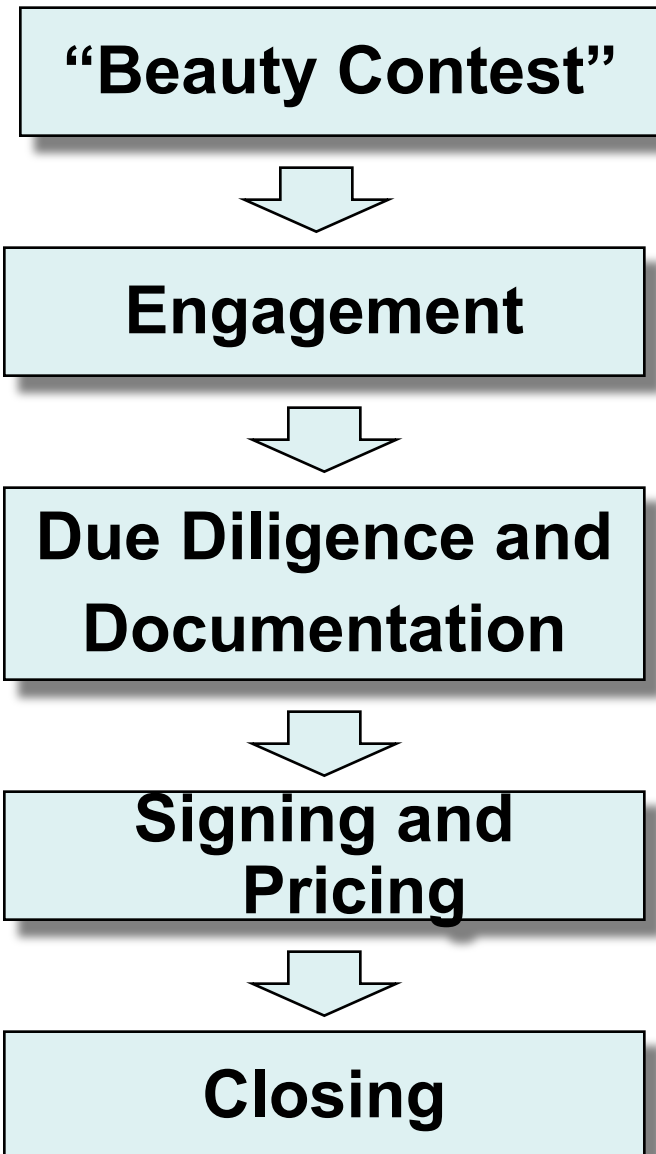
•Research

Основные этапы андеррайтинга

- **Beauty Contest** – конкурс красоты, выбор лид-менеджера
- **Engagement** – обручение, эмитент заключает соглашение с лид-менеджером
- **Due Diligence**: проводится лид-менеджером
- **Documentation**: подготовка проспекта компании
- **Signing**: подписание соглашения «underwriting agreement» и ценообразование
- **Closing**: завершение сделки (клиринг, депозитарий)

Критерии для выбора лид-менеджера:

- Наличие опыта подобных сделок
- Рейтинг среди банков
- Способность размещать акции среди институциональных и розничных инвесторов
- Участие в торговле на вторичных рынках, способность выполнять функции маркетмейкера.
- Качество/репутация аналитических исследований
- Маркетинговая стратегия (цена, время, размер)
- Предложение проведения “Roadshow”
- Готовность топ-менеджеров поддержать эмиссию кадрами и капиталом
- Отношения с потенциальными со-менеджерами



Формирование синдиката андеррайтеров и дистрибуция

Лид-менеджер, бук-раннер, международный координатор

Lead Manager

Joint Lead Manager

Co-Lead Manager

Co-Lead Manager

Co-Lead Manager

Co-Lead Manager

Co Manager

Co Manager

Co Manager

Selling Agent

Selling Agent

Синдикат – группа андеррайтеров, и других финансовых организаций которые объединились для проведения IPO

Лид-менеджер – старший член синдиката, заполняет книгу заявок, координирует деятельность синдиката, готовит аналитический отчет по компании, организует road-show, получает львиную долю оплаты за андеррайтинг

Совместный лид-менеджер – старший член синдиката вместе с лид-менеджером. Проводит андеррайтинг 35-45% размещения, готовит аналитический отчет о компании, помогает в организации road-show

Со лид-менеджер – проводит андеррайтинг 10-15% размещения, готовят аналитический отчет

Со-менеджер – проводят андеррайтинг не более 5% размещения

Агенты по продажам – не проводят андеррайтинг

Функции синдиката:

- *Информационная функция.* Получение дополнительной информации о спросе на акции для установления более точной цены акций.
- *Функция сертификации и эффект репутации.* Члены синдиката предоставляют эмитенту дополнительную оценку (сертификацию) качества
- *Издание аналитических отчетов о компании и рекомендации инвесторам.* Эмитенты стараются подобрать андеррайтеров, которые смогли бы выпустить аналитический отчет о фирме и продолжали бы включать фирму в аналитические отчеты в будущем.
- *Маркет-мейкинг.* Ожидается, что ведущий менеджер и другие члены синдиката будут выполнять функции маркет-мейкеров для акций компании

Формирование книги заявок, букбилдинг

Букбилдинг – процесс формирования книги заявок и генерирования/выявления спроса со стороны инвесторов на акции компании. Используется для определения цены размещения.

Окончательная цена размещения определяется после закрытия книги заявок

- Процесс формирования книги заявок начинается с объявления диапазона цены (price range), который носит предварительный характер, и часто окончательная цена может устанавливаться за пределами первоначального интервала.
 - Согласно формальной процедуре сбора заявок, инвестиционные банкиры предлагают институциональным инвесторам «высказать интерес» в акциях компании.
 - В качестве показателя интереса выступает заявка (bid) на определенное количество акций компании. Потенциальные инвесторы могут указать максимальную цену, которую они готовы заплатить за акцию (limit price). Время формирования книги заявок в среднем длится два месяца, но иногда может затянуться до 4-х месяцев.
 - Книга содержит заявку (bid) каждого потенциального инвестора, название данного инвестора, количество требуемых акций и максимальную цену (limit price). Книга также содержит дату внесения заявки и дату всех последующих пересмотров заявки.
 - Существует три типа заявок:
 - простая заявка (strike bid) на покупку определенного количества акций независимо от окончательной цены акций;
 - заявка с указанием максимальной цены (limit bid), в том случае, когда инвестор указывает максимальную цену, по которой он готов купить акции;
 - ступенчатая заявка (step bid), в которой указывается количество акций в зависимости от уровня цен.
- Заявка может быть в форме денежной заявки (currency bid), с указанием суммы, которую инвестор готов потратить на акции данной фирмы, без фиксирования количества акций. Также заявка может быть в форме количества требуемых акций.

Ценообразование при размещении и оценка стоимости

Установление цен на акции в процессе IPO состоит из трех этапов.

- На первом этапе фирма и андеррайтер договариваются о **ценовом диапазоне**, в пределах которого, ожидается и будет установлена цена на акции IPO. Этот ценовой диапазон указывается в проспекте компании. Существует несколько подходов к оценке стоимости акций фирмы для проведения первичного публичного размещения акций:
 - подход с использованием фирм-аналогов;
 - метод дисконтированных чистых денежных потоков;
- На втором этапе, который, как правило, происходит после закрытия торгов накануне размещения, компания и андеррайтер устанавливают окончательную **цену предложения**. Это цена размещения акций компании андеррайтером среди инвесторов. После окончания срока подачи заявок, менеджер IPO суммирует все заявки и определяет цену предложения. Цена на акции устанавливается не согласно какому-либо жесткому заранее сформулированному правилу, а на основе понимания инвестиционными банкирами существующего интереса инвесторов к акциям компании. Как правило, цена устанавливается в том пункте, где кривая спроса начинает резко снижаться. Считается, что для хорошего IPO, спрос должен, как минимум, в три раза превышать предложение.
- Третий этап начинается с открытия торговли акциями фирмы на фондовом рынке. С этого момента цена на акции устанавливается рынком. Разницу между ценой закрытия первого дня торгов и ценой предложения принято называть «первичной прибылью» (initial returns) акций IPO. Считается, что первичные прибыли равны средствам, которые были «недополучены» первоначальными акционерами и собственниками компании.

Ценовая стабилизация

Частью негласного контракта между эмитентом и андеррайтером является обязательство андеррайтера обеспечивать ликвидность и «гладкость» торговли акциями компании на открытом рынке, а также ценовую стабилизацию в первые двадцать дней торговли акциями на открытом рынке. Стабилизация цены рассматривается как определенная гарантия против потерь инвесторов, получивших акции IPO. Существует три метода ценовой стабилизации, используемые ведущим андеррайтером на рынке после начала торгов:

- «стабилизационные покупки акций» или «чистая стабилизация»: андеррайтеры выставляют запрос (bid) на покупку акций по цене, не превышающей цену предложения, если еще не завершено распределение акций компании. Это делается для того, чтобы предотвратить резкое падение цены акций.
- короткие продажи, о которых андеррайтер не обязан сообщать рынку. Андеррайтеры, как правило, продают большее число акций, чем имеется к размещению. Короткая позиция может быть в дальнейшем закрыта или из «опциона с превышением» (так называемый «зеленый башмак») или же путем покупок акций на открытом рынке. Андеррайтер имеет право воспользоваться этим опционом в течение 30 дней со дня начала торговли. Если андеррайтер ожидает слабый спрос на акции фирмы, то он займет «голую» (naked) короткую позицию, продав инвесторам более 115% имеющихся акций компании. Затем по мере снижения цены акций андеррайтер будет постепенно закрывать свои короткие позиции, скупая акции.
- Андеррайтер может наложить штрафные санкции (penalty bid) на членов синдиката, клиенты которых на открытом рынке сбрасывают акции, доставшиеся им в ходе распределения по цене предложения.

Аналитическое покрытие

- Включение фирмы в аналитические отчеты и рекомендации инвесторам в последние годы стало негласной частью контракта с андеррайтером.
- Опросы менеджеров свидетельствуют о том, что желание быть упомянутыми в аналитических инвестиционных отчетах является основной причиной смены андеррайтеров.
- Рекомендации аналитиков и инвестиционные отчеты способствуют распространению информации о новой фирме среди инвесторов, увеличивают инвестиционную и клиентскую базы фирмы, способствуя повышению стоимости фирмы.
- Рекомендации аналитиков ведущих инвестиционных банков способны повысить цену акций, и таким образом увеличить личное благосостояние менеджеров, которые владеют значительными блоками акций и хотели бы продать их на открытом рынке.
- За последние годы аналитические отчеты приобрели особую ценность для компаний благодаря распространению новых информационных технологий и Интернета. Более
- 75% компаний в течение года после IPO получают инвестиционные рекомендации от ведущего менеджера и соменеджера IPO. Менее 5% компаний не получают рекомендаций вообще.
- Более 94% всех рекомендаций от ведущего андеррайтера принадлежат к категориям «Strong buy» и «Buy». И ни одна компания не получает рекомендации категории «Sell».

Отношения аналитиков и I-банкиров: последние тенденции

- Процедура due diligence проводится отдельно банкирами/аналитиками
 - Банкиры не могут попросить аналитиков посетить компанию.
 - Аналитики и банкиры не могут проводить совместные встречи с менеджерами компании.
 - Аналитики не могут обсуждать с компанией инвестиционный рейтинг
- Встречи аналитиков с «salesforce» (продажами), т.н. «учебные сессии»
 - Аналитики могут обсуждать информацию, содержащуюся в проспекте компании и основные параметры бизнеса.
 - Аналитики могут обсуждать собственные финансовые оценки компании
 - Аналитики не МОГУТ комментировать структуру сделки или цену
 - Банкиры не могут посещать эти встречи аналитиков и сейлов.
- Встречи менеджеров компании с salesforce
 - Аналитики не могут присутствовать на этих встречах
 - Банкиры могут присутствовать на этих встречах
 - Оценки стоимости аналитиков не могут распространяться

Отношения аналитиков и I-банкиров: последние тенденции

- Подготовка road-show
 - Аналитики не могут участвовать в подготовке road-show, комментировать презентации во время road-show.
 - Банкиры не могут включать аналитиков в проведение road-show
- Маркетинг и road-show.
 - В период маркетинговых мероприятий, банкиры и аналитики не могут одновременно посещать одно и то же мероприятие.
 - Аналитики не могут участвовать в подготовке материалов для road-show, или указывать на потенциальных инвесторов.
 - Аналитики не могут посещать встречи с инвесторами во время road-show.
 - Оценки аналитиков не могут использоваться банкирами и менеджерами компании во время road-show.

Отношения аналитиков и I-банкиров: последние тенденции

- Коммуникации аналитиков с инвесторами:
 - Аналитики не могут сами звонить инвесторам или вступать с ними в контакт с целью заинтересовать их в предстоящем размещении
 - Аналитики могут отвечать на телефонные звонки инвесторов и обсуждать с ними следующие вопросы:
 - Основные параметры (fundamentals) компании
 - Информацию, содержащуюся в проспекте
 - Собственные, опубликованные ранее исследования и финансовые модели
 - Аналитики не могут осуждать и высказывать свое мнение по поводу:
 - Структуры и цены сделки
 - Любую информацию, не содержащуюся в Проспекте компании
- Банкиры не могут направлять инвесторов к аналитикам
- Аналитики не могут сообщать банкирам отзывы инвесторов
- Аналитики не могут участвовать во встрече, на которой определяется цена компании (pricing call)

Дополнительные слайды

Основные источники финансирования компании

Возможные источники финансирования:

- Банковские кредиты, в т.ч. выдаваемые на принципах проектного финансирования;
- Лизинг;
- Синдицированные кредиты западных и российских банков;
- Вексельные займы
- Облигационные займы
- Еврооблигационные займы
- Секьюритизация активов;
- Публичное размещение акций (IPO);
- Депозитарные расписки (ADR или GDR)
- Средства фондов прямых инвестиций (Private equity funds), венчурных фондов;
- Средства стратегических инвесторов;
- Продажа недвижимости с последующей ее арендой;

е
р
е
а
я
С
Г
а
С
С
Я
С
д
В
Б
Х
М
в
с
й
т
а
б
н
ы

Сравнительный анализ привлекательности для эмитента инструментов финансирования

min

max

Срочность привлечения	Кредит	Вексельный заем	Облигационный заем
Стоимость привлечения (накладные расходы)	Кредит	Вексельный заем	Облигационный заем
Объем привлечения	Кредит	Вексельный заем	Облигационный заем
Стоимость привлечения (процентные расходы)	Облигационный заем	Вексельный заем	Кредит
Число инвесторов	Кредит	Вексельный заем	Облигационный заем
PR-эффект	Кредит	Вексельный заем	Облигационный заем

	Кредит	Вексель	Облигация
Объем финансирования	\$1-5 млн.	\$4-7 млн.	\$10-15 млн.
Ставка (% годовых)	12-16	13-20	10-14
Накладные расходы (% от объема привлечения, % в год)	0,5-1 1-2	1-1,5 2-3	1,5-2 0,3-0,7
Число инвесторов	1-3	5-25	100-150

Вексель – первый шаг к публичной кредитной истории

- Для формирования публичной кредитной истории рекомендуется начинать с небольших вексельных займов в объеме от 100-150 млн. руб.
- Сумма расходов на подготовку займа составляет 200-300 тыс. руб. и включает в себя вознаграждение организатора займа, подготовку печатных материалов, проведение презентации.
- Первоначальное размещение требует установления инвестору определенной премии за риск что приводит к итоговой стоимости заимствований от 14 до 18% годовых.
- Первичное размещение векселей неликвидно, так как количество инвесторов ограничено. При средней сумме инвестиций в размере 5-10 млн., удается привлечь 20-25 инвесторов.
- Срок обращения векселей первого транша не превышает 3-4 месяца.
- После успешного погашения первых траншей векселей эмитент может рассчитывать на снижение стоимости и увеличение срока заимствований.
- Средства, полученные в результате вексельных займов, направляются на пополнение оборотных средств или покрытие кассовых разрывов.

Капитальные инвестиции за счет векселей невозможны.
Эти задачи призваны решать более длинные и дешевые
облигационные займы

Преимущества и недостатки векселей

Преимущества:

- привлечение финансирования без залога;
- гибкое управление долгом компании;
- диверсификация кредиторов;
- подготовка к выходу на фондовый рынок;
- PR – акция;
- доступность практически любой компании;
- отсутствие необходимости регистрации выпуска в ФСФР;
- неограниченность размещения во времени;
- невысокие единовременные расходы по подготовке займа;

Недостатки:

- повышенная ставка привлечения;
- бумажная форма инструмента (способствует обращению на вторичном рынке фальшивых векселей или векселей с дефектами)
- повышенный риск инвестиций в связи с невысокими требованиями к информационной прозрачности векселедаеля

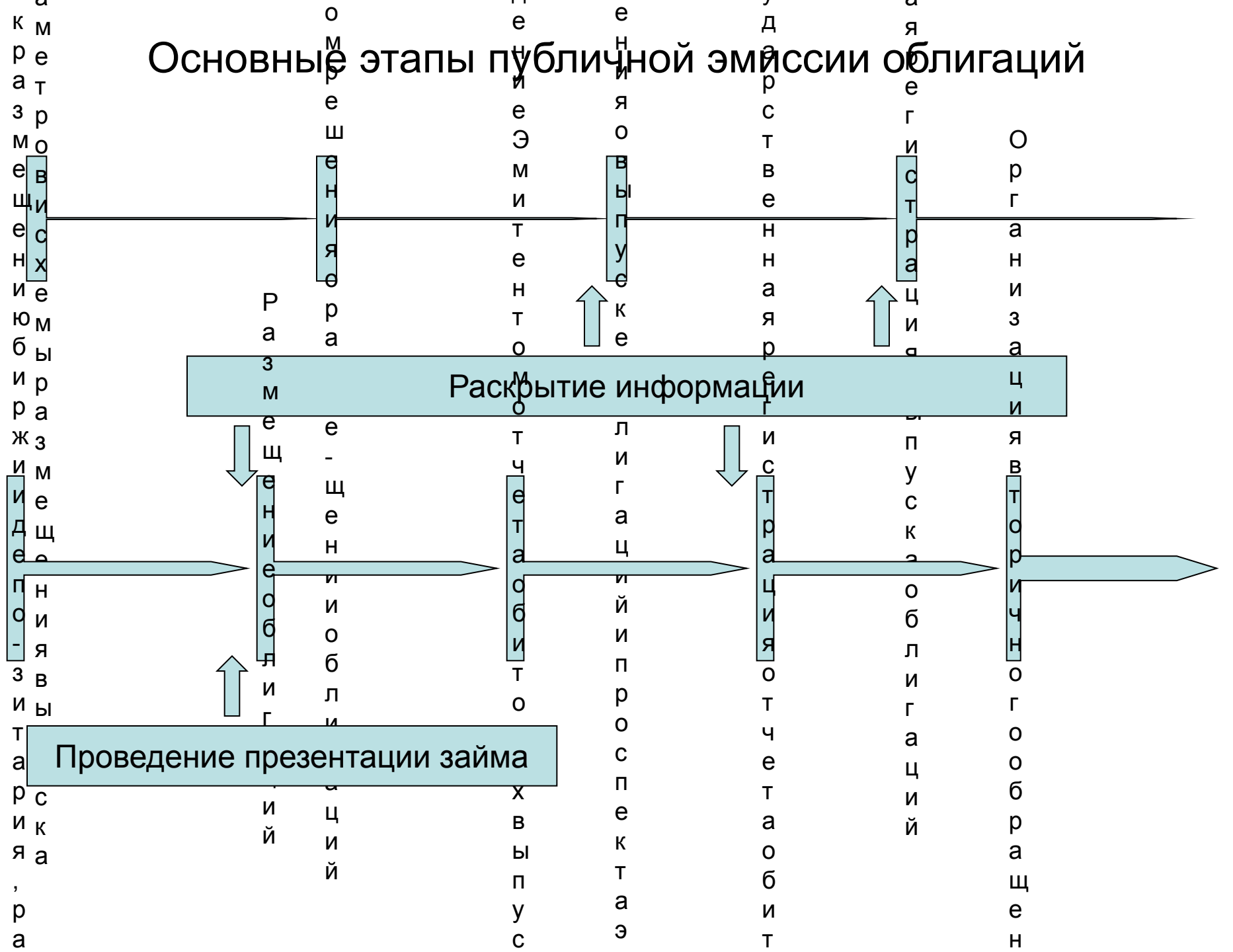
Обобщенный план подготовки к выпуску векселей

- Проведение маркетинговых мероприятий;
- Подготовка информационного меморандума и индивидуальная работа с инвесторами;
- Осуществление гарантированного размещения (формирование организатором пула инвесторов);
- Обслуживание займа;
- Обращение и учет векселей и организация домициляции (погашения) векселей;

Рекомендуемые параметры вексельной программы (пример)

- тип векселей – дисконтные;
- объем займа – 100-500 млн. рублей;
- номинал векселя – 1,5, и 10 млн. руб.;
- срок заимствований – 3,6 и 9 месяцев;
- срок организации размещения – 14-30 дней;
- инвесторы – банки Москвы и Санкт-Петербурга;
- домицилянт – банк-организатор в Москве.

Основные этапы публичной эмиссии облигаций



Преимущества облигационных займов

- распределение долга среди множества инвесторов, что снижает зависимость эмитента от каждого кредитора в отдельности;
- возможность эффективно управлять финансовыми потоками, размещая облигации траншами, а также управлять стоимостью заимствований и временной структурой выплат по долгу, осуществляя выкуп и доразмещение обращающихся облигаций;
- облигации, как правило, не требуют залога;
- выпуская облигации и своевременно осуществляя их погашение, эмитент формирует свою положительную публичную кредитную историю на фондовом рынке, что позволяет ему снижать стоимость дальнейших заимствований;
- объем обязательств эмитента перед отдельным кредитором незначителен. Соответственно, инвестор несет меньший риск и готов приобрести облигации с меньшей доходностью (на 1-2% ниже вексельных займов);
- ликвидность займа, т.е. возможность инвестора быстро реализовать облигации на вторичном рынке в любой момент. Это приводит к росту доверия инвесторов и, как правило, росту котировок (снижение процентной ставки по купонам);
- возможность получать значительные средства (от 300 млн. руб.) на более длительный срок (от года до пяти лет);
- обязательное раскрытие информации положительно сказывается на имидже компании.

Недостатки облигационных займов

- длительный период подготовки займа (4-6 месяцев);
- объем займа не должен превышать 20-25% от годовой реализации;
- единовременные расходы, связанные с размещением: 1-1,5% от суммы размещения;
- иногда требуется поручительство или гарантии компании, имеющей размер чистых активов более величины облигационного займа.

Услуги организатора по организации, размещению и обращению облигаций

- разработка индивидуальной структуры и параметров облигационного займа, исходя из потребностей эмитента и специфики его бизнеса;
- обслуживание эмитента на всех этапах – от планирования схемы займа и прохождения процедуры государственной регистрации, до фактического размещения и обслуживания на вторичном рынке;
- проведение маркетинговых мероприятий:
 - подготовка информационного меморандума;
 - индивидуальная работа с инвесторами;
- осуществление гарантированного размещения;
- осуществление дальнейшего обслуживания займа:
 - вторичный рынок бумаг на всех крупнейших биржевых площадках
 - маркетмейкинг.