



Игорь Болдырев
партнер юридической фирмы *PricewaterhouseCoopers*
CIS Law Offices B.V.



Георгий Коваленко
юрист юридической фирмы *PricewaterhouseCoopers*
CIS Law Offices B.V.

«АЛЬТЕРНАТИВНОЕ» РАЗМЕЩЕНИЕ

В последнее время одной из самых актуальных тем является привлечение финансовых средств путем первичного размещения акций на бирже. Это связано, во-первых, с возможностью привлекать инвестиции со стоимостью меньшей, чем при использовании заемных средств, а во-вторых, с заинтересованностью многих компаний в привлечении инвестиций для стабильного роста в долгосрочной перспективе.

Преимущества IPO для компаний заключаются в возможности привлечь средства неограниченного круга лиц, улучшить имидж компании (поскольку размещение предполагает существование высоких стандартов управления и контроля), увеличить ликвидность, т. е. позволяет акционерам уменьшить объем инвестиций и частично выйти из бизнеса на рыночных условиях, повысить престиж компании, которая становится публичной, чаще упоминается в СМИ и отчетах аналитиков.

Однако на практике публичное размещение акций на отечественном или зарубежном рынках не стоит на первом месте

в ряду предпочтений российских собственников. В первую очередь они рассматривают такие источники инвестиций, как средства учредителей, банковские кредиты, проектное финансирование, облигационные и вексельные займы, привлечение стратегического инвестора. Среди основных факторов, влияющих на выбор способа привлечения средств, можно назвать степень зависимости от источника инвестиций, неготовность акционеров к определенному уровню открытости компании и раскрытию информации на постоянной основе, стремление акционеров или собственников работать в первоначальном составе, нежелание менять кор-

поративную культуру. Кроме того, на выбор акционеров влияют стоимость и срочность привлеченных средств и расходы на их привлечение, размеры стоимости компании и т. д.

Этому способствует распространенное мнение о том, что акции средних компаний (с капитализацией от 10 до 150 млн долл., иногда до 250 млн долл.) не подходят для размещения на бирже. Так ли это на самом деле? Действительно, требования к размещению акций на основных биржевых площадках Нью-Йорка, Лондона, Франкфурта нередко оказываются завышенными для средних компаний.

Например, требования основной площадки Лондонской фондовой биржи включают:

- полное выполнение правил Управления Великобритании по листингу;
- как правило, котировку акций в течение предшествующих 3 лет;
- требование о владении внешними инвесторами как минимум 25% акций;
- необходимость одобрения проспекта эмиссии Управлением Великобритании по листингу;
- наличие для определенных видов сделок так называемых «спонсоров» или одобрения акционеров.

Значит ли это, что средние компании не могут провести публичное размещение акций? Ответ: нет. Для таких компаний хорошей возможностью является использование альтернативных площадок, таких, например, как *OFEX* во Франции или *Neur Markt* в Германии. Реальная альтернатива для средних компаний существует и в финансовом центре Европы Лондоне — площадка альтернативных инвестиций Лондонской биржи ценных бумаг (*Alternative Investment Market, AIM*), которую иногда называют рынком альтернативных инвестиций.

РАСТУЩИЙ СПРОС ИНВЕСТОРОВ НА АКЦИИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

В настоящее время на мировом рынке инвестиций в страны с развивающейся экономикой значительная доля вложений приходится на акции российских компаний (от 4 до 8%). При этом отмечается:

- растущий интерес со стороны институциональных инвесторов, включая общеевропейские инвестиционные фонды, а также британских и международных институциональных инвесторов, работающих на рынке альтернативных инвестиций;
- расширение возможностей для первичного размещения акций на фондовых биржах (в том числе на *AIM*) за счет роста прямых частных инвестиций в российские компании. Вместе с тем само наличие таких возможностей стимулирует подобный рост;
- долгосрочный спрос инвесторов на высокоэффективные компании, способные показать темпы роста, которых можно достичь в условиях российского рынка при скудных возможностях для корпоративных инвестиций;
- ведущее значение рынка альтернативных инвестиций для компаний в области добычи природных ресурсов (особенно нефтегазовых и горнодобывающих) и

его привлекательность для инвесторов, стремящихся воспользоваться возможностями российского рынка. Свидетельством тому служит успех многих золотодобывающих компаний на российском рынке, получивших листинг на рынке альтернативных инвестиций;

- роль рынка альтернативных инвестиций как высокоэффективного инструмента для получения доступа к инвестициям в малые и средние российские предприятия с большим потенциалом роста. Рынок альтернативных инвестиций обеспечивает

имуществ в отношении условий поставок, затрат, квалификации персонала, технологий, занимаемого положения на рынке (например, положение лидера рынка);

- хорошие финансовые параметры — высокие показатели чистой прибыли, управляемый оборотный капитал и контролируемые потребности в капитальных затратах, быстрая окупаемость инвестиций;
- высокое качество управления (имеет принципиальное значение, являясь залогом высокой эффективности инвестиций).

В настоящее время на мировом рынке инвестиций в страны с развивающейся экономикой от 4 до 8% вложений приходится на акции российских компаний.

более эффективную оценку стоимости бизнеса и защиту прав инвесторов.

Область деятельности инвесторов на рынке альтернативных инвестиций достаточно широка, однако повышенный интерес в России для них, по всей видимости, будут представлять такие отрасли экономики, как нефтегазовая и горнодобывающая промышленность, недвижимость, строительство, коммунальное хозяйство, потребительский рынок (производители марочной продукции, предприятия розничной торговли), индустрия развлечений, туристический и гостиничный бизнес, финансовые услуги (банковская деятельность, страхование, управление активами), технологии (в тех случаях, когда они имеют коммерческое применение как в России, так и за рубежом).

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЕ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ КОМПАНИИ

Отличительными признаками успешно работающей компании, привлекательной для инвесторов, являются:

- хорошие показатели деятельности за предыдущие периоды — рост объемов выручки и прибыли;
- рост стоимости активов — потенциальное повышение стоимости капитала (например, в результате открытия запасов природных ресурсов с конкурентными издержками);
- потенциал роста (либо органичным путем, либо путем приобретения новых активов) на рынках с привлекательными показателями роста или возможностями консолидации;
- узнаваемость фирмы среди других компаний, наличие конкурентных пре-

ВЛОЖЕНИЕ СРЕДСТВ НА РЫНКЕ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ЛОНДОНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Инвесторов на рынке альтернативных инвестиций отличает предпринимательская инициатива и гибкий подход. В частности, они готовы инвестировать средства в компании с относительно небольшой первоначальной биржевой капитализацией (например, 50 млн долл. — для торговых предприятий и менее 10 млн долл. — для компаний в области добычи природных ресурсов). При этом индивидуальные вложения в такие компании могут составлять всего лишь 100 тыс. долл. Инвесторы также готовы предоставлять новый акционерный капитал (приток денег) на развитие бизнеса (как при первичном размещении акций, так и в последующие периоды), а также вкладывать средства в размещение существующих акций (отток денег) при условии, что руководство заинтересовано в приобретении акций и имеет значительную долю акций в собственности.

Инвесторы на рынке альтернативных инвестиций могут предоставлять среднесрочные и долгосрочные инвестиции. Одна из основных целей инвестора — прирост капитала при реализации в будущем сделанных вложений. В то же время преимуществом компании является ее способность выплачивать все большие суммы дивидендов, размер которых предсказуем. Это отражается в ценах на акции и оценке стоимости компании.

Изначально скромная биржевая оценка стоимости компании и результаты

ее деятельности, которые отвечают ожиданиям рынка, закладывают прочные основы для укрепления доверия инвесторов и роста цен на акции компании. Добиться этого также помогает способность компании получить листинг на рынке альтернативных инвестиций, не прибегая к значительному «разводнению» акционерного капитала (правила рынка не требуют, чтобы определенная минимальная доля акционерного капитала находилась в руках акционеров из числа широкой публики).

вания о «послужном списке» торговли на рынке ценных бумаг, а также о минимальном количестве акций, находящихся в частных руках или у внешних инвесторов. В большинстве случаев не требуется одобрения акционеров для проведения сделок или торговых операций. Документы на допуск проверяются не Лондонской фондовой биржей и не Комитетом по надзору за биржевой деятельностью Великобритании, а специально назначенным консультантом — *NOMAD (Nominated Advisor)*. У компании должен быть назна-

свою основную деятельность в России. Среди компаний, уже разместившихся на *AIM*, можно назвать *Sibir Energy*, *Peter Hambro Mining*, *Celtic Resources*, *Highland Gold Mining Limited*, *TransSiberian Gold*. Следует отметить, что размещение *Highland Gold Mining Limited* по объему привлеченных средств за всю историю существования *AIM* заняло 2-е место.

УЧАСТНИКИ ПРОЦЕССА РАЗМЕЩЕНИЯ НА AIM

Назначенный консультант. Так называют консультанта, который утверждается Лондонской фондовой биржей. На данный момент утверждено около 70 консультантов, список которых доступен на Интернет-сайте биржи. Назначенные консультанты известны под обозначением *NOMAD (Nominated Advisor)*.

Эмитент выбирает назначенного консультанта самостоятельно или с помощью Администрации *AIM*. Назначенный консультант управляет процедурой подготовки и проведения листинга, несет ответственность перед Биржей за проведение листинга эмитента, подтверждает знание правил *AIM*, а также соответствие эмитента и всех документов листинга правилам и требованиям *AIM*.

Брокер. Брокер сопровождает и консультирует эмитента по вопросам привлечения инвесторов, объема и стоимости привлекаемых средств, оценки и стоимости компании, анализа рынка и обеспечивает размещение компании на *AIM*. Нередко брокером и назначенным консультантом является одно и то же лицо. Данный выбор делает сама компания.

Эксперт. В случае с добывающими или разведочными компаниями либо компаниями, использующими технологические процессы, необходимо предоставить инвесторам отдельный отчет компетентного независимого эксперта, известного в данной отрасли или сфере деятельности. Для добывающей компании потребуется предоставить отчет о резервах; для компании, ведущей деятельность на рынке недвижимости, — отчет оценщика.

Юридические советники. Юридические советники (российские и английские) обеспечивают юридическое сопровождение эмитента и процесса листинга. Наряду с текущими консультациями по поводу требований *AIM* юридические фирмы проводят полную комплексную проверку компании, ее активов и обязательств, подготавливают проспект эмиссии или так называемый вступительный документ для биржи и инвесторов, консультируют ком-

На данный момент из-за ограничений российского законодательства невозможно размещение акций российских компаний на зарубежных фондовых рынках, и AIM не исключение.

ПРАВИЛА И ПРОЦЕДУРЫ ЛИСТИНГА НА AIM

AIM позиционируется Лондонской фондовой биржей как международный фондовый рынок для средних и развивающихся компаний с 1995 г. Членами *AIM* стали 1505 компаний, из них 117 — иностранные компании, 95 перешли на основную торговую площадку Лондонской фондовой биржи. В настоящее время на *AIM* котируются акции 890 компаний, из них 82 — иностранные. Общая капитализация рынка составляет 45 млрд долл.

Компании, акции которых котируются на *AIM*, представляют 32 сектора, включая информационные технологии, биотехнологии, фармацевтику, природные ресурсы и др. За последние 12 мес. рост этого рынка составил 92%.

В 2003 г. 162 компании разместили свои акции на *AIM*. Из них 66 компаний благодаря первичному размещению привлекли инвестиции на сумму около 2 млрд долл. На данный момент на *AIM* компании привлекли более 23 млрд долл., 55% этой суммы было получено компаниями при первичном размещении акций, 45% — при их дальнейшем размещении.

Следует особо отметить, что при желании компания, размещенная на *AIM*, может перейти на основную площадку Лондонской фондовой биржи.

Основные требования Лондонской фондовой биржи к *AIM* можно охарактеризовать следующим образом: рынок *AIM* регулируется Лондонской фондовой биржей, а не Управлением Великобритании по листингу; на *AIM* не существует требо-

ванный консультант в течение всего срока котирования ее акций на *AIM*.

Список назначенных консультантов утверждается Лондонской фондовой биржей (в определенном смысле назначенный консультант является аналогом финансового консультанта эмитента в России). Назначенный консультант отвечает за выполнение компанией, выходящей на *AIM*, всех предъявляемых требований. Ему делегированы многие полномочия биржи в этой области, основную ответственность за исполнение которых он несет перед биржей, а не перед эмитентом. Назначенный консультант в полной мере отвечает за вступление компании на *AIM*, подтверждает знание правил *AIM* потенциальным эмитентом, следование и соответствие всем правилам и требованиям *AIM*, свидетельствует о том, что компания полностью соответствует всем требованиям. Не менее важную роль в размещении компании играет брокер, наличие которого обязательно. Он является финансовым консультантом компании в течение всего процесса размещения и привлечения инвестиций на бирже. Брокер предоставляет компании консультации по ее оценке, возможному размеру привлекаемых средств, обеспечивает ее финансирование и привлечение инвесторов.

На данный момент из-за ограничений российского законодательства невозможно размещение акций российских компаний на зарубежных фондовых рынках, и *AIM* не исключение. Однако эти ограничения не распространяются на компании, основу которых составляют российские активы, или компании, ведущие

панию по вопросам возможной реструктуризации и подготовки к размещению, а директоров компаний — по вопросам договора о подписке и подготавливают юридические заключения, которые могут потребоваться в ходе размещения.

Аудитор и налоговый/финансовый консультант. Компания, выходящая на AIM, обязана иметь отчетность, подготовленную по международным стандартам. В случае ее отсутствия международный аудитор сможет подготовить такую отчетность. Основное требование: отчетность не должна устаревать больше чем на 6 мес. Налоговый/финансовый консультант обеспечивает проведение финансовой и налоговой проверки компании.

ПРОЦЕДУРА ЛИСТИНГА НА AIM

Организационно-правовая форма компании. Данная форма позволяет осуществлять выпуск акций на бирже. Может возникнуть потребность в реструктуризации компании, которая необходима для ее подготовки к проведению размещения, а именно: 1) корпоративная структура должна быть понятна, прозрачна и управляема (например, это относится к структуре управления дочерними обществами); 2) материнская компания, акции которой размещаются, должна находиться в юрисдикции, одобренной инвестора-

ми. Как отмечалось, по существующему российскому законодательству размещение акций российской компании на иностранной бирже невозможно. До настоящего времени российские эмитенты размещали на иностранных биржах либо депозитарные расписки (этот способ привлечения не является предметом настоящей статьи), либо акции материнской компании, специально созданной за рубежом в соответствии с российским валютным законодательством (упомянутые выше компании с российскими активами

учитываются при расчете сроков выхода на биржу.

Утверждение назначенного консультанта и команды. Помимо профессионализма команды, одним из основных критериев выбора консультантов является понимание ими российских реалий. Важность этого станет очевидной и инвесторам при оценке и описании рисков компании в проспекте эмиссии.

Подготовка документов к размещению. Подготавливается проспект эмиссии или так называемый вступительный

Помимо профессионализма команды, одним из основных критериев выбора консультантов является понимание ими российских реалий. Важность этого станет очевидной и инвесторам при оценке и описании рисков компании в проспекте эмиссии.

пошли именно этим путем). В реструктуризации значительную помощь оказывают назначенный консультант и юристы. Реструктуризация компании может занять от 4 до 8 мес., ее важность как этапа работы при подготовке размещения должна

документ (далее оба документа будем называть «проспект эмиссии»). Проспект эмиссии должен отвечать Правилам AIM и английским Правилам публичного размещения акций. Согласно Правилам публичного размещения акций проспект

13 ноября 2004 года, г. Владивосток

Соорганизаторы:	<ul style="list-style-type: none"> ■ Совет Федерации Федерального Собрания РФ ■ Аппарат полномочного представителя Президента РФ в ДФО ■ Администрация Приморского края ■ РО ФСФР в ДФО ■ ГУ Банка России по Приморскому краю ■ Международная Финансовая Корпорация (IFC) ■ Издательский дом «РЦБ» 	
Основные темы:	<ul style="list-style-type: none"> ■ Возможности привлечения капитала предприятиями с помощью выпуска корпоративных облигаций и эмиссий акций ■ Как регион и конкретное предприятие могут привлечь инвестиции с помощью пенсионной реформы ■ Развитие рынка ипотеки ■ Корпоративное управление: правила цивилизованной игры на инвестиционном рынке 	
Целевая аудитория:	<ul style="list-style-type: none"> ■ Руководители наиболее динамично развивающихся предприятий, работающих на территории Федерального округа ■ Специалисты крупнейших российских и международных инвестиционных банков и финансовых компаний ■ Федеральные и региональные власти 	
Основная цель:	Внедрение новых возможностей привлечения капитала (инструменты пенсионной реформы, рынка ипотеки, фондового рынка, корпоративного управления) для увеличения ВВП	
Официальный партнер:	Генеральный спонсор:	Администратор проекта:
 МЕТРОПОЛЬ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИНАНСОВАЯ КОМПАНИЯ		

должен содержать: наименование и местонахождение компании; указание на лицо, ответственное за проспект и его отношения с консультантами; подробную информацию об акциях; общую информацию о компании и уставном капитале; описание основных видов деятельности компании; информацию о финансовом состоянии компании (с приложением отчета аудитора); описание трудовых договоров с директорами и их доли в уставном капитале; материалы о развитии компании в недавнем прошлом и пер-

5) обеспечивается право инвесторов на всестороннюю осведомленность о делах компании.

Комплексная проверка общества или группы компаний должна отвечать двум основным критериям: быть полной и качественной. Следует отметить, что обычно проверяются все аспекты существования и деятельности компании. Наибольшая важность придается юридической проверке. Проверяются такие области, как: общая информация о компании; дочерние и аффилированные компании; совет

руется соглашением о размещении. Данное соглашение между компанией, директорами, брокером и назначенным консультантом по поводу размещения акций содержит гарантии и положения об ответственности директоров. В ходе подготовки размещения это самый дискутируемый документ, так как наибольшее споры вызывает именно размер личной ответственности директоров. При поддержке директоров в части уменьшения их ответственности значима помощь и опыт английского юридического советника.

Корпоративные действия компании с целью размещения на AIM. На протяжении всего процесса подготовки совет директоров активно вовлечен в работу и своими решениями утверждает шаги и содержание документов компании. На последнем заседании перед размещением совет директоров утверждает и подписывает все документы к размещению.

Размещение. Объявление о размещении происходит за 10 дней. Проспект эмиссии подается в Реестр компаний Великобритании. За 3 дня до размещения 6 экземпляров проспекта эмиссии, заявления компании, а также Декларация назначенного консультанта подаются в Администрацию Лондонской фондовой биржи. После получения от биржи уведомления о допуске к размещению происходит размещение акций компании.

Расходы. Расходы компании по выходу на Рынок альтернативных инвестиций могут варьироваться в зависимости от готовности компании к выходу на биржу, в частности наличия рисков (и их количества). К таким рискам прежде всего относятся риски, связанные с правом собственности на активы, серьезным несоответствием лицензиям и разрешениям, слабым корпоративным управлением, не позволяющим эффективно управлять компанией и гарантировать инвесторам возврат, сохранность и ликвидность инвестиций. При желании подавляющее большинство рисков устранимо, хотя это нередко требует дополнительных расходов. При отсутствии таких расходов затраты, связанные с подготовкой размещения, составляют около 400–500 тыс. долл. плюс затраты на услуги брокера (около 3–5% от размещенных средств). Ежегодные платежи Лондонской фондовой бирже составляют не более 10 тыс. долл. Издержки на размещение значительны, однако они на порядок ниже расходов, которые эмитент несет при размещении на основной площадке любой биржи и в последующем для его поддержания. Кроме того, процедура вторичного размещения акций компании гораздо проще и намного менее затратная. ■

При желании подавляющее большинство рисков устранимо, хотя это нередко требует дополнительных расходов.

спективы на будущее; информацию о конвертируемых ценных бумагах (при их наличии); обязательство полного раскрытия информации.

Дополнительно к содержанию проспекта применяются Правила AIM, согласно которым в нем должна присутствовать следующая информация: отчет по оборотному капиталу; прогноз прибыли (обоснование); запрет на отчуждение акций существующими акционерами при определенных обстоятельствах; подробное описание торговых связей компании; информация о крупных акционерах. Основу проспекта эмиссии и общения с потенциальными инвесторами составляет обязанность полного раскрытия информации.

Комплексная проверка. Брокер проводит коммерческую оценку компании и ее бизнеса, перспектив развития и бизнес-планов. Одновременно юридические советники и налоговый консультант осуществляют комплексную юридическую, налоговую и финансовую проверки деятельности для выявления всех имеющихся рисков в компании.

В результате данных проверок:

1) устанавливается соответствие компании требованиям AIM для размещения;

2) подготовленные отчеты являются основой для подготовки содержания проспекта эмиссии;

3) согласно общим принципам права и Правилам публичного размещения акций предоставляется освобождение от ответственности за раскрытые факты ввиду проявления должной осмотрительности;

4) выявляются недостатки и слабые места компании, которые могут повлиять на ее стоимость и размер привлекаемых средств;

директоров и правление; интеллектуальная собственность; капиталовложения и инвестиции компании; торговая и производственная деятельность; корпоративное управление; значительные договоры; добывающие активы; роялти; охрана окружающей среды; лицензии и разрешения; судебные разбирательства.

Проверка завершается подготовкой подробного отчета. Необходимо не только указывать в отчете на обнаруженный риск, но и давать его оценки по важности или опасности для деятельности или существования компании. Также на этой стадии проводится подготовка полного и сокращенного отчетов аудитора и отчета аудитора по оборотному капиталу, при необходимости готовится мнение эксперта.

Исправление обнаруженных недостатков. Брокер и назначенный консультант могут указать на риски, которые следует устранить до размещения, поскольку в противном случае их описание в проспекте может серьезно повлиять на оценку компании и размер привлекаемых средств. Такие риски могут быть исправлены на данной стадии.

Удостоверение содержания проспекта эмиссии. Под этим понимается процедура, при которой юридические советники проверяют соответствие содержания проспекта эмиссии фактическим обстоятельствам, т. е. обоснованность каждого положения и утверждения проспекта. Для такой проверки используются собственные документы компании и надежные (например, публичные) документы. Что касается оценочных утверждений и заявлений проспекта, то они принимаются советом директоров компании, которые несут индивидуальную и коллективную ответственность перед инвесторами и биржей. Ответственность директоров регули-