Сегодня для проведения первичного размещения акций российских компаний их собственники чаще всего используют зарубежные фондовые площадки. Так, одним из наиболее громких последних размещений стало IPO алюминиевой компании «РУСАЛ» Олега Дерипаски на Гонконгской фондовой бирже (HKEX). Проблема в том, что требования к эмитентам, предъявляемые иностранными биржами, далеко не всегда выполнимы для средних быстрорастущих компаний. Разумной альтернативой для них могут стать «детские биржи».

IPO «по-детски»

Анна ОВЧАРОВА,
старший юрист, юридическая фирма «Вегас-Лекс»

Среди обязательных условий допуска эмитентов на основные зарубежные биржевые площадки, включая Лондонскую фондовую биржу (LSE) и Гонконгскую фондовую биржу, — наличие определенного уровня капитализации, годового торгового оборота, присутствие в составе органов управления эмитента независимых директоров, раскрытие информации как о членах управляющих органов эмитента, так и о структуре владения, а также иные требования. В результате, большинство компаний, планирующих пройти процедуру листинга, лишаются возможности разместиться. Вместе с тем, потребность в финансировании для дальнейшего развития бизнеса остается. В этом случае им стоит задуматься об альтернативных фондовых площадках, которые могут предоставить возможность размещения. Таковыми являются «детские биржи». Соответствовать их требованиям могут и средние быстрорастущие компании с потенциально высокой инвестиционной привлекательностью.

Вместе с тем, инвесторы компаний, прошедших листинг на «детских биржах», должны отдавать себе отчет в том, что эти инвестиции связаны с более серьезными рисками, чем при вложении в бизнес корпораций, размещающихся на LSE и HKEX.

«ДЕТСКИЕ БИРЖИ»

Alternative Investment Market (альтернативный рынок инвестиций, далее — AIM) — биржевая площадка, созданная в середине 90-х годов при Лондонской фондовой бирже специально для быстрорастущих компаний, испытывающих необходимость привлечения дополнительных средств для дальнейшего роста, но финансовые показатели и уровень корпоративного управления которых не в полной мере соответствуют требованиям, предъявляемым к эмитентам, претендующим на листинг на LSE.

AIM не предъявляет требований к уровню капитализации потенциального эмитента и наличию у компании к моменту размещения определенного количества выпущенных ранее и свободно торгующихся акций. Согласно требованиям LSE, у компании должны свободно торговаться не менее 25% всех выпущенных и размещенных акций. Помимо этого, эмитент обязан предъявить отчетность, подтверждающую осуществление торговых операций за последние три года. Правила AIM такого требования не содержат. Проведенный анализ основных различий не является исчерпывающим: существуют и другие параметры, выгодно отличающие с точки зрения эмитента AIM от основной площадки — LSE.

Похожий с AIM статус имеет Growth Enterprise Market (рынок растущих компаний, далее — GEM) — «детская биржа» при HKEX. Правила листинга на ней менее строгие по сравнению с условиями допуска на основную площадку и позволяют размещаться не

только крупным эмитентам, но и компаниям, ожидаемая совокупная рыночная капитализация которых не будет превышать после размещения 100 млн гонконгских долларов (что составляет около $12 млн).

ПРАВИЛА ДОПУСКА

Процедура листинга на AIM или GEM начинается с подготовки и подачи на рассмотрение совета биржи так называемого заявления на размещение (admission document).

Admission document содержит довольно обширные сведения об эмитенте, включая информацию о финансовых показателях компании, основных акционерах, структуре владения в целом, рабочем капитале, методах отчетности, органах корпоративного управления (в том числе сведения о прежних директорах, а также договорах о сотрудничестве, заключенных эмитентом), о правах и заинтересованности третьих лиц в отношении эмитента и его акций (сведения о текущих опционах, договорах об оказании услуг, консультационных договорах и т. д.). Такая информация раскрывается в отношении каждого директора, акционера компании, членов их семей, аффилированных компаний.

Помимо раскрытия указанной информации, AIM и GEM предъявляют повышенные, с точки зрения российского эмитента, требования к корпоративному управлению компанией. Несмотря на то что в правилах листинга на AIM нет указаний на то, что эмитент должен соблюдать Объединенный кодекс корпоративного управления, в обязательном порядке назначаемый nominated advisor (далее — Nomad, в основные функции которого в том числе входит контроль за соблюдением эмитентом правил биржи), чаще всего биржа требует, чтобы эмитент включил в admission document указание на то, что компанией соблюдаются правила корпоративного управления, хотя бы в той мере, в какой это может быть целесообразно с практической точки зрения. Соблюдение Объединенного кодекса корпоративного управления, в частности, означает обеспечение наличия в составе совета директоров эмитента независимых, не являющихся исполнительными, директоров. Присутствие независимых директоров в составе совета директоров общества призвано обеспечить интересы потенциальных инвесторов в компании.

В отличие от AIM, правила листинга на GEM, помимо соблюдения специального Кодекса корпоративного управления, требуют от эмитента назначения не менее трех независимых директоров в совете директоров общества, присутствия в составе органов компании аудиторского комитета специального должностного лица, в функции которого будет входить обеспечение соблюдения компанией правил листинга на GEM (compliance officer, далее — Comad), а также compliance adviser (специального должностного лица, в функции которого входит консультирование по вопросам соблюдения компанией правил биржи). Любой эмитент, планирующий размещение на GEM, должен в любое время иметь как минимум двух представителей. В случае если компания впервые входит в листинг GEM, она должна назначить так называемого спонсора — специальную компанию, оказывающую содействие в процедуре листинга и осуществляющую взаимоотношения с потенциальными инвесторами.

Стоит отметить, что не все иностранные компании могут быть допущены к размещению на GEM и AIM. Так, на GEM допускаемыми к размещению юрисдикциями являются Китай, Бермудские или Каймановы острова.

На AIM могут размещаться любые компании вне зависимости от юрисдикции их происхождения. Важным является то, что компании должны соответствовать требованиям, предъявляемым к ним биржей.

Упомянутый ранее admission document на обеих биржах должен сопровождаться аудированным финансовым отчетом компаний-эмитентов за период не менее трех лет до момента размещения.

НАЗНАЧЕННЫЙ КОНСУЛЬТАНТ, КОНСУЛЬТАНТ ПО СООТВЕТСТВИЮ, БРОКЕРЫ И СПОНСОРЫ: РОЛЬ И ФУНКЦИИ

Назначенный консультант (от английского nominated adviser, далее — Nomad) на AIM и консультант по соответствию (compliance adviser, Comad) на GEM выполняют схожие функции, которые заключаются в контроле и консультировании эмитента по вопросам его соответствия правилам. Помимо этого, Nomad и Comad консультируют по вопросам подготовки соответствующих документов для бирж, в том числе заявления на размещение. Функции консультантов разнообразны. В частности, вместе с обеспечением интересов эмитентов при размещении они обязаны оптимизировать процедуру взаимодействия эмитента и биржи, обеспечивать предоставление наиболее полной информации о размещаемой компании ее потенциальным инвесторам, включая сведения о лицах, замещающих различные должности в эмитенте, об аудиторах, о соблюдении эмитентом корпоративных правил, установленных биржей, а также многих других аспектах.

Консультанты назначаются на срок, начиная с момента первичного размещения и до момента, когда компания-эмитент начнет соответствовать финансовым требованиям бирж для компаний по истечении определенного периода времени (как правило, он составляет два года). Статус консультантов интересен тем, что именно они, а не государственная комиссия по ценным бумагам, принимают решение о допуске компаний к листингу. К ним предъявляются высокие требования, в число которых включается требование о получении специальной лицензии. Компании, выполняющие функции консультантов, должны быть одобрены исполнительными органами LSE и HKEX, и только после такого одобрения эмитенты могут выбирать консультантов из списков, утвержденных биржей, и заключать с ними соответствующие договоры о сотрудничестве. На практике зачастую выбор консультантов осуществляется по рекомендации юристов и зависит от многих аспектов, включая отрасль эмитента, объем привлекаемых средств и другие факторы.

В связи с тем что юридические консультанты, специализирующиеся на размещениях, имеют большой опыт работы с теми или иными назначаемыми консультантами, они могут оказать неоценимую помощь эмитентам в выборе. Однако возможна и другая ситуация, когда фи-

нансовые консультанты и брокеры уже выбраны эмитентом самостоятельно и именно они рекомендуют юридическую компанию для сопровождения размещения.

Функции консультантов в большей степени направлены на обслуживание интересов компаний на бирже и заключаются в наиболее эффективном и безболезненном для эмитента обеспечении процесса выхода на биржу.

Помимо назначения консультантов, компании, впервые размещающиеся на площадках, должны выполнять требования бирж по обязательному сотрудничеству с брокером (broker) на AIM и спонсором (sponsor) на GEM. В отличие от консультантов, функции брокера и спонсора в большей степени направлены на взаимодействие с потенциальными инвесторами и обеспечение их интересов. Они проводят собственную экспертизу финансового и юридического состояния компании, которая планирует размещение. По результатам такой проверки готовится специальный документ, в который включаются основные показатели деятельности эмитента. В этом документе, давая оценку состояния компании, брокер и спонсор фактически берут на себя ответственность за достоверность приводимых фактов, а потенциальные инвесторы в процессе выбора обьекта для вложений полагаются на приведенные данные. Помимо раскрытия информации о размещаемой компании, в зону ответственности брокера и спонсора входит мониторинг ситуации с момента размещения (aftermarket monitoring) с целью обеспечения баланса интереса, проявляемого к акциям «размещающейся» компании, и наличия акций на бирже.

Проведенный нами анализ показывает, что «детские биржи» обладают существенными преимуществами, зачастую имеющими определяющее значение для небольших и средних быстрорастущих компаний при выборе ими способа привлечения финансовых средств для дальнейшего развития. Более того, затраты эмитентов на размещение на «детских биржах» могут быть значительно ниже, чем бюджет размещения на основных площадках. Так, по некоторым данным, расходы на консультантов, включая услуги уполномоченных консультантов (Nomad), при размещении на AIM варьируются в пределах от $900 тыс. до $2 млн. Услуги брокеров оплачиваются отдельно, на практике затраты на них составляют 3–5% от общей суммы денежных средств, привлеченных посредством размещения[1]. Стоит отметить, что если эмитент относится к числу добывающих компаний, то по правилам биржи потребуется отдельный отчет эксперта о финансовом состоянии заемщика, подготовка которого связана с дополнительными издержками помимо обозначенных сумм.

Таким образом, относительно невысокие требования к эмитенту, а также уровень затрат на размещение, доступная процедура листинга, возможность привлечения зарубежных инвесторов, на наш взгляд, смогут в ближайшее время обеспечить стабильный интерес российских компаний к этим площадкам.

[1] Приведенный порядок цифр является лишь общим ориентиром, а не точными бюджетами на размещение. Оценка затрат проводится для каждого эмитента отдельно и зависит от множества аспектов.

KAZANSUMMIT 2010
28-29 June, 2010, Kazan, Russia
II International Islamic Business & Finance Summit

• Strategic Forum
• Investment Forum
• Islamic Economics and Finance Conference
• Trade Fair KAZANHALAL 2010
• Pre-summit seminar (for consulting and legal firms)
• Business meetings

Welcome to Kazan – the Gateway to Russia for the Muslim World!

www.kazansummit.com