

Россия без IPO

В ПОСЛЕДНИЕ ДВА ГОДА ДОЛЯ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ, ПРОВОДЯЩИХ ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ЗА РУБЕЖОМ, СТРЕМИТЕЛЬНО РАСТЕТ

По статистике, за восемь месяцев 2011 года иностранные компании с российскими активами разместили за рубежом бумаги на 3,15 млрд долларов, а российские компании — на 1 млрд долларов. В чем корни проблемы и какими могут быть выходы из создавшегося положения, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

Участники: директор Управления инвестиционно-банковской деятельности компании «Тройка Диалог» Антон Мальков; директор, юрист по рынкам капитала и сделкам корпоративного финансирования компании «ВТБ Капитал» Анна Иванова; вице-президент по вопросам корпоративного финансирования «Альфа Банка» Олег Бычков; старший юрист ИК «Ренессанс Капитал» Евгения Богданова; председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев; заместитель председателя Правления НАУФОР Ольга Кудинова.

Почему рынок уходит

— Почему так важно сейчас изменить регулирование процедуры эмиссии?

Антон Мальков. Проблема в том, что в последние два года практически все размещения проходят за рубежом.

По сравнению с 2006–2007 годами рынок изменился, спрос генерировать стало сложнее, и все регуляторные и инфраструктурные проблемы стали очевидными. На практике это выражается в том, что рынок не принимает схемы, которые предлагает наше законодательство, и уходит в офшор. С точки зрения компаний-эмитентов это не страшно, а для нашей рыночной инфраструктуры это смерть.

Олег Бычков. Дисбаланс в регулировании — это то, что нам мешает достаточно просто сделать размещение, приходится искать варианты, как это сделать проще, и на сегодняшний момент проще это сделать там. Основные проблемы упираются в политический климат, отсутствие защиты прав инвесторов и непредсказуемость судебных решений в России.

Анна Иванова. Изначальная причина заключается в том, что иностранные инвесторы привыкли к немного другим условиям размещения, к другим механизмам защиты своих прав и, в том числе, инвестированных средств. Процедура в России для них несколько необычна и диковата. Тот факт, что практически все последние размещения проходят за рубежом, через офшорные компании — яркое свидетельство того, что здесь инвесторам достаточно некомфортно.

Антон Мальков. Вопрос в том, что с офшорного домицилия ты получаешь инструмент с большей ликвидностью и с большим выбором площадки для листинга и, как правильно было уже сказано, с совершенно другим уровнем корпоративного управления и защитой прав.

Размещение «ТрансКонтейнера» (компания провела «параллельное» IPO в Москве и Лондоне осенью 2010 года) продемонстрировало четкий дисбаланс спроса инвесторов между локальными акциями и депозитарными расписками.

С 2010 года появилось правило 50 на 50, которое очень сильно бьет по приватизационным размещениям. Из-за него рынку в равных долях предлагались два абсолютно разных инструмента: локальные акции, которые не хотели покупать, потому что возможности их конвертировать в депозитарные расписки не будет, и GDR, на которые спрос был.







ОАО «ТрансКонтейнер» — российская транспортная компания, оператор железнодорожных контейнерных перевозок, дочернее общество открытого акционерного общества «Российские железные дороги» (ОАО «РЖД»). Компания осенью 2010 года провела IPO в Москве и Лондоне (35% минус две акции, привлечено 400 млн долларов, в ноябре GDR на акции начали обращаться на основном рынке Лондонской фондовой биржи. Организаторы выпуска — J.P. Morgan, Morgan Stanley и «Тройка Диалог». Чистая прибыль за 9 месяцев 2011 года — отчетный период — выросла в 9,4 раза до 2601 млн рублей.

Для того чтобы эта сделка случилась, было сделано просто маркетинговое чудо. Мы буквально целый вечер просматривали все мейлы от всех управляющих, чтобы найти среди них сообщения, в которых люди говорили «теоретически мы готовы взять и акции». Мы вручную искали спрос на акции, чтобы сделка случилась.

Алексей Тимофеев. Тот факт, что российские компании размещаются за рубежом, свидетельствует о том, что мировой первичный рынок не закрыт, а российский рынок выглядит закрытым. Стоит сказать, что в последнее время не только крупные, но и небольшие российские компании предпочитают зарубежный рынок, и потому старое утверждение, что в России нельзя привлечь более 200 млн долларов стоит пересмотреть. И прежде это было спорно, но теперь еще более ясно, что дело не в этом, — в России нет необходимых условий для размещений. Больших компаний всегда немного, рынок IPO формируется не только ими, но и многочисленными мелкими компаниями. В этом году на AIM вышли 39 компаний. В Германии на Entry Standard — 59 компаний. А на Варшавскую биржу, на ее рынок NewConnect, вышли 80 компаний. За пять лет существования этого рынка его капитализация достигла 1,6 млрд долларов, на нем обращаются акции 300 компаний, которые по мере своего развития и роста капитализации переходят на основную площадку. Я так много говорю о Польше потому, что в этом году она занимает первое место по количеству IPO в Европе и, что важно, становится все более привлекательной для иностранных эмитентов — 44 иностранные компании, из которых 11 украинские, чьи акции должны обращаться у нас, раз мы строим международный финансовый центр, обращаются на Варшавской бирже.

Анна Иванова. Почему украинские компании идут в Польшу? Потому что там есть внутренний спрос, есть локальная база инвесторов, в связи с чем любое предложение может найти хорошего инвестора.

Евгения Богданова. Варшава за короткий период стала региональным финансовым центром за счет успешной пенсионной реформы и формирования внутреннего долгосрочного спроса со стороны пенсионных фондов. Мы наблюдаем довольно высокий интерес со стороны эмитентов на IPO с варшавским листингом. К сожалению, в России долгосрочного спроса нет.

Опять же вопрос к базе инвесторов. У нас и рынок ценных бумаг иностранных эмитентов развивается очень вяло.

Антон Мальков. Потому что у нас государственные пенсионные фонды не допущены к участию в размещениях. Негосударственные пенсионные фонды могут, но у них не так много средств, они не смогут достаточно генерировать спрос.

Алексей Тимофеев. Действительно, в польских НПФ — порядка 70 млрд долларов против наших 30 млрд инвестиционных ресурсов. При этом у НПФов довольно сильные ограничения на инвестиции в иностранные активы, поэтому они вынуждены инвестировать в бумаги, обращающиеся в Польше. У поляков неплохие ресурсы и в инвестиционных фондах — примерно 40 млрд долларов активов, тогда как у нас — 4 млрд, если брать открытые и интервальные ПИФы. У поляков 1,5 млн граждан инвестируют на фондовом рынке через брокеров — в два раза больше, чем у нас. Кстати, у них есть правило листинга, что при размещении не менее 15% должно быть приобретено гражданами.

Плюс добавьте к этому приватизацию, которую государство проводит исключительно в Польше, на Варшавской бирже, если речь идет об акциях.

Плохой пример

Алексей Тимофеев. Если вспомнить наши «народные IPO», я, например, думаю, что некоторые из них доказали, что российский первичный рынок состоялся.

Антон Мальков. Вопрос — зачем же их тогда так запрайсили? Практика США или Великобритании с 60-х годов такова: если тебе удалось поучаствовать в первичном размещении, ты гарантированно получаешь первоначальную доходность 15%. Для того чтобы инвесторам обеспечить эту премию, нужно: 1) не жадничать, а дать хороший дисконт, а в России с этим проблема; 2) нужно обеспечить достаточную переподписку, чтобы был действительно реальный неудовлетворенный спрос.

Анна Иванова. Что касается уже состоявшихся «народных» IPO, то они нормальный пласт ритейловых инвесторов так и не создали. Те, кто вложился в эти акции, были «бабушки-пенсионерки», которые посчитали, что если они купят акции в рамках таких «народных» IPO, то им обеспечена безбедная старость за счет получаемых дивидендов. Снижение стоимости акций после проведения «народных» IPO еще больше подорвало доверие к инвестированию средств в ценные бумаги среди населения, и теперь даже «бабушки-пенсионерки» не придут покупать.

Антон Мальков. Эта проблема будет автоматически экстраполирована на пенсионные деньги — к вопросу о том, можно ли пускать государственные пенсионные фонды к инвестированию денег в России. То есть, с одной стороны, нужно создавать внутрен-





ний спрос, с другой стороны, с таким прайсингом можно налететь на политические проблемы из-за потери денег пенсионеров.

Олег Бычков. Это характерно именно для России, взять все и сейчас, не думая о хоть какой-то перспективе.

Антон Мальков. Если ты используешь ритейл-транш для того, чтобы генерировать спрос, ты должен быть суперосторожен и не завышать цену. Нужно оставить необходимое количество апсайда для инвесторов и не жадничать. Иначе ты нарвешься на невозможность проводить ритейл-IPO в будущем. Дополнительные деньги, которые компания получает за счет более высокой цены, не стоит тех проблем, которые она получит на будущее.

Особенно государство, я считаю, не должно себе позволять такие вещи делать. Зачем нужно было размещаться госкомпаниям по высокой цене в 2006–2007 годах, когда золотовалютные резервы росли как на дрожжах? (международные резервы ЦБ РФ за 2006–2007 годы выросли более чем в 2,5 раза — со 182 млрд долларов до 474 млрд.)

В этом году хорошо запрайсился Global Ports.

«Н-Транс» — профессиональный инвестор, они уже делали Globaltrans, Globaltrans-2, «Мостотрест» (компании входят в группу компаний «Н-Транс» — *прим. ред.*), и это уже их четвертая сделка на публичном рынке. Они прекрасно знают, почему нельзя размещать так, чтобы цена ушла вниз и инвесторы были недовольны.

Это вопрос менталитета, но если мы не будем его менять, мы останемся в той парадигме, где находимся.

— Но разве определение цены размещения — не практика инвестиционных банков. Могут ли они повлиять на эмитента в том,

чтобы не поставить чрезмерную цену размещения?

Антон Мальков. Инвестиционные банки в этом не могут помочь. Рынок очень сузился, количество размещений резко упало, конкуренция среди банков огромная. Я могу объяснить эмитенту, как ему лучше запрайсить размещение, чтобы затем его бумаги хорошо торговались, и чтобы впоследствии он мог делать новые размещения уже по более высокой цене. Но он меня не слушает, потому что цена будет ниже, чем та, которую ему наобещали другие банки.

Евгения Богданова. Если инвестбанк не в диапазоне ожидания эмитента, повышается риск исключения из синдиката. Многие крупные эмитенты используют этот рычаг давления на инвестбанки и предпочитают не заключать мандаты на первоначальном этапе сделки, они ведут конкурентный процесс отбора: вы сначала докажете нам, что вы можете дорого продать, а потом мы с вами мандат подпишем.

— А если бумаги размещаются «параллельно»?

Антон Мальков. Абсолютно нет никакой разницы. Вот будет размещение «Совкомфлота».

И государству нужно будет показать пример правильного прайсинга, людей нужно будет убедить, что это действительно выгодно. Пока же все помнят негативный опыт покупки акций ВТБ или, в меньшей степени, ситуацию с «Роснефтью». Иначе можно будет забыть про этот инструмент, мы его полностью дискредитируем в глазах ритейловых инвесторов. И к решению этого вопроса нужно идти от государства, это государственный интерес.

Евгения Богданова. Инвестиционный бизнес в этой стране еще довольно молодой, и еще мало кто этот бизнес понимает и ему доверяет. Опять же это

вопрос внутреннего спроса, если создана нормальная пенсионная система, то на рынке уже присутствуют профессиональные инвесторы с правильным пониманием рынка. «Бабушке» уже поздно объяснять все риски прямого инвестирования и как вести себя на рынке, а надо дать возможность сделать это через пенсионный фонд, через профессионалов.

Олег Бычков. Если на рынке не будет пенсионных фондов, то сузится круг потенциальных инвесторов. Пенсионные деньги также очень важны.

Анна Иванова. Да, и на основе пенсионных денег можно уже дальше выстраивать внутреннюю инвесторскую базу.

Антон Мальков. И прайсить эти размещения правильно.

Найти инвестора

— Какова инвесторская база российских ценных бумаг?

Антон Мальков. Если посмотреть на «среднюю» книгу заявок, то будь то локальное IPO, будь международное, инвесторская база, плюс-минус, одна.

Если компании нужен листинг за рубежом и она зарегистрирована в России, у нее один выход — делать депозитарные расписки, в таком случае она не получит, например, премиальный листинг в Лондоне, а потому компании «Полюс Золото» и «Полиметалл» делают то, что они делают.

Основная группа инвесторов сидит в Лондоне. Это фонды, которые вкладывают в развивающиеся рынки. Fidelity International, Capital International, Charlemagne, BlackRock и т.д. Есть большая группа инвесторов из континентальной Европы — это Стокгольм (SEB, Handelsbanken и т.д.) и Франкфурт (DWS, Deka и т.д.).

Остальные группы спроса более диверсифицированы, в основном это европейские фонды. Ну и, конеч-

Global Port — российский портовый оператор контейнерных терминалов, входящий в группу компаний «Н-Транс», провел в 2011 году первичное размещение на LSE, разместив GDR ближе к нижней границе установленного ранее диапазона, — на уровне 15 долларов за ценную бумагу. Объем привлечения составил 588 млн долларов.

ОАО «Совкомфлот» — одна из крупнейших российских судоходных компаний, 100% акций принадлежат государству. Предполагается, что в ходе IPO, перенесенного на 2012 год, 25% минус 1 акция компании будут размещены на LSE и ММВБ, правительство РФ настаивало на получении 80% от сделки.

ОАО «Полюс Золото» — ведущий производитель золота в России, входящий в число крупнейших золотодобывающих компаний мира по запасам и объемам производства. Компания осуществила обратное поглощение джерсийской Kazakh Gold и находится в процессе смены страны регистрации на Великобританию. ОАО «Полиметалл» — российская горнорудная компания, являлась крупнейшим в России и третьим в мире производителем первичного серебра и четвертым по добыче золота в России, недавно завершила смену страны регистрации на Джерси и находится в процессе выкупа миноритариев российского холдинга.



но, спрос из США, в зависимости от наличия или отсутствия компонента 144А у тебя будет больше или меньше американского спроса (правило законодательства США об освобождении от регистрации для квалифицированных инвесторов).

Если мы говорим про так называемый русский спрос, то он не очень большой — порядка 10% от размещения и во многом он состоит из управляющих компаний крупнейших инвестиционных банков — «Тройки Диалог», «Ренессанса», ВТБ, «Альфа-банка».

Олег Бычков. Но это минимальное участие, по заказу каких-то отдельных игроков. Требование к НПФам компенсировать убытки привело к тому, что они не могут инвестировать в акции, потому что они могут упасть в цене. Для них фактически остались только инструменты с фиксированной доходностью.

— Американские пенсионные фонды, такие как CalPERS, State Street — бывают?

Антон Мальков. CalPERS нет, State Street бывает. Они не фокусируются на развивающихся рынках.

Алексей Тимофеев. Да, DR не делают акции «Газпрома» лучше, поскольку компания находится в стране, относящейся к развивающимся рынкам.

Антон Мальков. Решив вопрос с «правильностью» инструмента, они еще смотрят на качество компании и перспективы ее трейдинга после размещения. Если это «Газпром» или Сбербанк — понятно, что это совершенно другая история, чем какая-нибудь компания с рыночной капитализацией 1 млрд и туманными перспективами роста котировок после размещения.

Почему сейчас депозитарная расписка считается более «правильным»

инструментом, чем локальная акция? Потому что она рассчитывается в системах «Евроклир», «Клирстрим», на которые инвесторы готовы брать кредитный риск. При всем уважении к НРД глобальные инвесторы против него не готовы брать кредитный риск.

Нужны привычные для иностранцев расчеты. Если у инвестора есть возможность торговать инструментом в России без ограничений на конвертацию в другие инструменты, без ограничений на получение типа листинга, если он рассчитывается на T+3, то ему уже будут не нужны депозитарные расписки.

Чтобы иностранные инвесторы могли прийти и торговать в России, должна быть предусмотрена и процедура документооборота на английском языке, если у инвестора есть желание общаться на английском языке.

Этим нужно заниматься и переводить этот бизнес в Россию.

Анна Иванова. Вопрос расчетов очень важен. Привычным способом расчетов для инвесторов являются расчеты DVP. Расчеты DVP сейчас в большинстве своем проводятся через ДКК. Но не все инвесторы являются участниками DVP расчетов в ДКК. Соответственно, риски, связанные с расчетами, несут на себе инвестиционные банки. Они помогают своим инвесторам, покупая бумаги сначала на себя, и только потом ставят их инвесторам.

Евгения Богданова. Вопрос оплаты акций также связан с другой проблемой — началом вторичного обращения этих акций. Сейчас акции можно продать на вторичном рынке только после уведомления ФСФР о результатах эмиссии. Я знаю, что НАУФОР выступила с инициативой, заключающейся в том, что допустить обращение ценных бумаг после их полной оплаты, а если инвестбанки (андеррайтеры размещения) принимают на себя обязательства по

оплате акций, то возможно и до этого. У меня вопрос: понимается, что это будет локальный брокер с российской лицензией?

Алексей Тимофеев. Да. Идея, которую НАУФОР сформулировала, заключается в том, что можно частично оплатить, когда размещение осуществляется через счет инвестиционного банка, то есть когда, как это часто бывает, заявки были собраны с большого числа инвесторов, но технически ценные бумаги зачисляются на счет инвестиционного банка, а уж он затем передает их инвесторам по мере их оплаты. Так вот он, инвестиционный банк, может уплатить эмитенту часть, положим, 25%, цены размещения. И да, мы полагаем, что это должно быть позволено только российским лицензированным брокерам.

Евгения Богданова. Это может быть неработающая норма, потому что весь андеррайтинг происходит через иностранные структуры инвестбанков. Пока не будет центрального депозитария и единой системы расчетов, идея с предоплатой инвестбанками (через локальных брокеров) не будет иметь смысла.

Алексей Тимофеев. Я думаю наоборот, что когда появится центральный депозитарий, DVP, который он обеспечит, снимет эту проблему. Предлагаемая мера направлена на первичный рынок маленьких компаний. Британия, Германия, Польша сделали ставку и на небольшие размещения. Инфраструктура — это не только центральный депозитарий и DVP при размещении, что, разумеется, очень удобно. Но это и еще и расчеты – T+3, как я понимаю, на бирже. И потом, что касается лицензии, иностранный инвестиционный банк, через счет которого на практике проводятся расчеты с приобретателями ценных бумаг, должен

быть лицензирован в своей юрисдикции. Разве не так? А если так, то почему мы должны поступать иначе?

Антон Мальков. Вопрос в том, чтобы на T (дата объявления цены размещения — прим. ред.) люди могли начинать торговать. Ведь после IPO самое важное — как можно скорее скорректировать аллокацию.

Алексей Тимофеев. Я считаю, что обсуждение предложений, сделанных НАУФОР, с ФСФР позволяет утверждать, что она готова отказаться от административного порядка признания выпуска несостоявшимся, а значит, открыть возможность для обращения ценных бумаг до момента уведомления ФСФР об итогах выпуска. Полностью оплатили и можете продавать. Но это не день T.

Антон Мальков. Что тогда мы сможем делать на T?

Алексей Тимофеев. На T вы еще торговать не сможете. На T вы только заключаете договор, направляете подтверждения об аллокации.

Антон Мальков. А на Западе торговать могут!

Алексей Тимофеев. Еще не оплаченными бумагами?

Антон Мальков. Да, там начинаются условные торги, и если расчеты на T+3 не происходят, эти сделки аннулируются. Но инвесторы с этим риском согласны, потому что для них важно скорректировать аллокацию. Кому-то дали бумаг больше, чем он хотел, кто-то, наоборот, недополучил и ему нужно докупить пакет, на который он рассчитывал. Кто-то недоволен ценой, ему нужно зафиксировать убыток и продать.



Проблема локального IPO в том, что возникает задержка с расчетами.

— Когда расчеты со всеми заканчиваются? **Антон Мальков.** Как правило, на T+10 основные расчеты завершены, хотя банки часто просят запас до T+15.

Алексей Тимофеев. Если будет центральный депозитарий, то это облегчит расчеты, поскольку возможности встать в реестр не будет, если только сам приобретатель не хочет фиксации своих прав в реестре как владельца. Открытие счета в реестре — это всегда затягивало процесс.

Анна Иванова. Время уходит на то, что очень многое при проведении расчетов нужно сделать «вручную»: с кем-то из инвесторов нужно подписать договор купли-продажи акций, кому-то нужно поставить акции в реестр, у кого-то не открыт счет в ДКК.

Антон Мальков. Если мы говорим про российскую парадигму, это совсем другая ситуация. Нужно смотреть, акции вторичные, то есть уже выпущенные, или первичные, потому что по вторичным ты можешь начать рассчитывать на T, и каждый банк с каждым инвестором делает это вручную.

Стандартно мы просим три рабочих недели, чтобы завершить расчеты. Как правило, основные расчеты проходят за десять дней.

А с первичным все еще хуже, потому что я должен сначала предоплатить, потом дожидаться уведомления, а если это банк, то отчета, и уже только после этого начинают течь 15 дней. То есть они начинаются либо с седьмого дня либо вообще с 15-го дня.

Анна Иванова. Кроме этого, в этом году английский регулятор озвучил новый подход к условным торгам GDR, выпущенным на российские акции: пока уведомление об итогах выпуска не подано, условные торги GDR, выпущенными на

российские акции, не могут быть начаты, так как акции, которые лежат в основе этих GDR, являются необращаемыми. Мы очень надеемся, что ФСФР поддержит предложение о том, что оплаченные акции уже являются обращаемыми и нет необходимости дожидаться направления уведомления об итогах выпуска, для того чтобы рассматривать акции в качестве таковых.

Алексей Тимофеев. Действительно, британский регулятор заметил эту российскую особенность, которая нас обескураживала, — обращение GDR на российские бумаги, а стало быть обращение российских ценных бумаг, начиналось в Лондоне, а обращение локальных акций того же выпуска, размещенных в России, — нет. Хотя и в Лондоне этого делать было нельзя, поскольку по российским правилам для начала обращения ценных бумаг необходимо по крайней мере направить уведомление в ФСФР.

Антон Мальков. Пока просто не состоялось ни одного размещения, которое бы столкнулось с этой проблемой.

Анна Иванова. Да, те размещения, которые столкнулись бы с этой проблемой, отложились по рыночным причинам, а ведь несколько таких размещений этой весной должны были состояться.

Олег Бычков. Опять же поэтому лучше разместиться за рубежом. Условные торги — это аргумент в пользу того, чтобы было легче разместиться там.

Алексей Тимофеев. Это, скорее, аргумент для того, чтобы российские компании не делали «параллельное» размещение, а создавали холдинги в иностранных юрисдикциях и размещали их акции, игнорируя все правила, связанные с «параллельным» размещением.

Проблемы процедуры

— Я бы хотела услышать от участников обсуждения ключевые проблемы, которые характерны для российской процедуры эмиссии. Сколько времени проходит между тем, как эмитент принял решение о привлечении капитала и его получением?

Антон Мальков. Корпоративные процедуры, необходимые для того, чтобы у компании была возможность сделать SPO, в российском контексте займет до нескольких месяцев последовательных действий. Основная проблема в том, что когда ты все эти процедуры закончишь, рынок может уйти, или деньги уже не нужны.

На Западе между моментом, когда ты решил сделать SPO и получил деньги на счет, может пройти неделя, это так называемое ускоренное размещение. Его условия — не нужен проспект или меморандум, есть возможность отказать от преимущественного права. Применяется, например, если компании срочно потребовались деньги на какое-то приобретение, или нужно заделать «дыру» в балансе.

Выглядит это так. Заранее принимается решение, что акционеры отказываются от преимущественных прав. Совет директоров принимает решение о выпуске. В этот же день в ускоренном порядке запускается книга заявок. На следующий день объявляется цена, на T+3 происходят расчеты. Деньги в компанию поступили, все в пределах одной недели.

Евгения Богданова. Нужно упрощать корпоративные процедуры. В предложениях НАУФОР по либерализации эмиссии, которые мы обсуждали, я уже видела отказ от регистрации изменений в устав, связанных с объявлением акций и по итогам эмиссии.

Следующий момент — нужно предусмотреть возможность сокращения срока для созыва собрания акционеров и возможность отказа от пре-

имущественного права. Обязательный 30-дневный срок для созыва собрания акционеров часто излишен, мы сталкиваемся с ситуациями, когда акционеры могут и готовы быстро собраться, чтобы уменьшить общий график сделки. Некоторые публичные предложения делались через закрытую подписку, так называемые top-up структуры, но здесь мы вообще сталкиваемся с 45-дневным преимущественным правом. Отказ от преимущественного права — это отдельная тема.

Алексей Тимофеев. Отказ от преимущественного права за рубежом не требует единогласия и решается большинством голосов, и поэтому возможен даже в компаниях с большим количеством акционеров. Но это трудно себе представить в российском корпоративном законодательстве, защищающим голосовавших против и не принимавших участие в голосовании.

Антон Мальков. Отказ от преимущественного права позволит не только в правильном формате делать ускоренное построение книги заявок, но и решит проблему, с которой столкнулись некоторые публичные компании: когда у компании есть в акционерах американцы, по американскому праву ты не можешь им давать преимущественные права, а по русскому — обязан. Это может быть очень серьезный конфликт.

Было бы интересно попытаться синхронизировать преимущественные права с маркетингом, он обычно бывает две недели или меньше.

Евгения Богданова. Если у нас реализация преимущественного права идет параллельно с маркетингом сделки среди инвесторов (род-шоу), то мы хотя бы не теряем время, параллельно собираем заявки, но такого практически не бывает. А если у нас ускоренная книга, когда мы за неделю собираем заявки,



то сократить срок преимущественного права, по крайней мере, до десяти дней, как это предусмотрено предложениями НАУФОР, — да, это важно.

Антон Мальков. Но проблема абсолютной цифры в том, что маркетинг бывает разный. Мы готовим размещение, где маркетинг будет четыре дня, есть размещения, где он осуществляется за неделю. Я бы все-таки настаивал на синхронизации сроков, чтобы не получилось так, что срок преимущественного права закончился, а маркетинг идет.

Евгения Богданова. Возвращаясь к корпоративным проблемам: мы, например, столкнулись с проблемой делистинга акций. У нас делистинг происходит по желанию эмитента. Никакого согласия акционеров не требуется, при этом на Западе требуется большинство голосов акционеров. Мне вспоминается пример с реорганизацией вертикально интегрированного холдинга, когда они присоединяли к холдингу свои дочки, у которых были отдельные листинги, акционеры этих компаний получили вместо «листинговых» акций «нелистинговые», совсем с иной ликвидностью. Мне кажется, что нужно предусмотреть, чтобы только одного желания руководителя эмитента исключить свои бумаги из листинга было недостаточно, должно быть какое-то решение акционеров, или им должна быть представлена аргументация такого делистинга.

Анна Иванова. Нужно также урегулировать вопрос возможности «отмены» существующего зарегистрированного выпуска, в случае если компания зарегистрировала выпуск акций, но приняла решение не выходить с этим выпуском акций на рынок.

Антон Мальков. В рамках регуляторных процедур излишни регистрация решения о выпуске, не нужны уведомление и регистрация отчета об итогах выпуска. Что потенциально нужно, но

не во всех случаях, — это проспект, при этом его нужно гармонизировать с международным.

Евгения Богданова. В международных предложениях мы не используем российский проспект для того, чтобы продавать бумаги. С точки зрения маркетинга это пустой, технический документ, представляющий из себя заполненные графы. Он пишется только для регистрации в ФСФР. При этом мы пишем параллельно международный проспект, который и презентуем инвесторам. Чтобы российский проспект имел ценность, его нужно гармонизировать с международным. Например, если эмитент делает IPO в Гонконге с гонконгским проспектом, то он может потом его перевести на английский язык и использовать в любой другой юрисдикции. И большинство регуляторов в различных юрисдикциях содержание этого документа утрясает.

Алексей Тимофеев. В рамках НАУФОР проходило обсуждение процедур эмиссии с инвестиционными банками, и попытка описать проспект в законе, предпринятая в 2007 и 2010 годах, была признана неудачной.

Антон Мальков. Идея не описать проспект в законе, а дать рекомендации, как он должен выглядеть, на основании международной практики, и дальше рынок все сам утрясет.

Алексей Тимофеев. Согласен, но в этом и дело — требования к проспекту за рубежом достаточно абстрактные. Поляки признались, что они пять лет учили консультантов писать проспект по Европейской директиве. До этого закон предусматривал детальные требования к содержанию и был максимально понятен, но, как и у нас, бесполезен. Ввести абстрактные требования на уровне закона в России трудно, я бы больше полномочий на этот счет отдал ФСФР.

— На Западе большая часть «маленьких» IPO проводится на альтернативном рынке. Без проспекта и регистрации у регулятора?

Алексей Тимофеев. Это ключевой элемент реформы процедуры эмиссии, который мы предлагаем, — сформировать правовые условия для выхода на первичный рынок небольших компаний и функционирования так называемого «альтернативного» рынка. Для этого нужно три решения: первое — отмена или по крайней мере введение уведомительной процедуры регистрации ценных бумаг для эмиссий без проспектов, второе — сокращение случаев, когда нужны проспекты, так чтобы освободить от проспекта небольшие выпуски или выпуски небольшому или квалифицированному кругу инвесторов, и третье — разрешить публичное обращение на бирже таким компаниям, но передать полномочия по определению требований к раскрытию ими информации бирже. Это важный сегмент — сегмент для небольших «нишевых» инвестиционных банков, небольших компаний, делающих первый шаг на фондовый рынок.

Антон Мальков. У нас в этом сегменте работают «Алор», «Финам», «Атон». Насколько я понимаю, инвестиционная база для таких размещений — это российские физические лица.

Олег Бычков. Спектр возможных размещений с каждым годом сужается, в нашей стране компании, которые хотели сделать размещения, они их уже сделали, а новые пока не готовы.

Евгения Богданова. К вопросу полномасштабного использования ресурсов фондового рынка, помимо размещения акций, хотелось отметить и другие интересные инструменты. Например, опцион эмитента. С момента закрепления в законодательстве

возможности выпуска опционов эмитента в 2002 году не было ни одного выпуска. Почему? На него есть спрос, но не работает процедура выпуска. В законе написано, что опционы размещаются «в соответствии с правилами размещения конвертируемых ценных бумаг», и тут возникает глобальная проблема конвертируемых ценных бумаг.

Антон Мальков. Мы пытались во время кризиса структурировать выпуск прав с помощью опциона эмитента, но безрезультатно, не работает.

Евгения Богданова. Потому что процедура конвертации не автоматическая, в цепочке очень много решений, которые зависят от третьих лиц. Чтобы получить базисный актив, права на который удостоверяют конвертируемые инструменты, нужно принять ряд корпоративных решений и зарегистрировать новые акции в ФСФР.

Вообще, когда рынок начинает «штормить», появляется спрос на конвертируемые инструменты. Конвертируемые облигации — тоже очень интересный инструмент, но и он по тем же причинам не работает. □