

ВЫХОД НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

практическое пособие для агробизнеса



Украинский клуб аграрного бизнеса

Содержание

1.	Формы привлечения финансирования	4
2.	Ключевые факторы инвестиционной привлекательности. Этапы и участники IPO	8
3.	Выбор площадки. Преимущества различных вариантов	19
3.1.	Deutsche Börse. Капитал для Вашего будущего. Made in Germany.....	19
3.2.	Warsaw Stock Exchange & New Connect.....	25
3.3.	London Stock Exchange & AIM.....	31
3.4.	NASDAQ OMX.....	35
3.5.	Vienna Stock Exchange.....	41
3.6.	SIX Swiss Exchange.....	45
4.	Первичное размещение (IPO)	48
4.1.	Требования к компании при IPO.....	48
4.2.	Рекомендации по правильному выбору финансового и юридического советника.....	53
4.3.	Юридические аспекты IPO.....	56
4.4.	Особенности аудита.....	64
4.5.	Особенности [технического и] финансового анализа для сельскохозяйственных предприятий.....	68
5.	Деятельность компании после первичного размещения	73
5.1.	Обязательства после первичного публичного размещения (пост-IPO обязательства) иностранных компаний, прошедших листинг на Варшавской фондовой бирже.....	73
5.2.	Условия листинга и пост-листинговые обязательства на Франкфуртской фондовой бирже.....	76
5.3.	Пост-листинговые обязательства компаний на Лондонской фондовой бирже.....	80
	Юридические заключения по законодательству США в связи с размещением ценных бумаг за пределами США: краткий обзор практики	83
	Ориентиры публичности. Подготовьте почву!	85
6.	Тенденции на рынке размещений	86
6.1.	Уроки и выводы привлечения финансовых ресурсов в 2011 г. Опыт украинских аграрных компаний.....	86
6.2.	Аграрная политика Украины и ее возможное влияние на инвесторов.....	90
	Приложение 1. Требования к эмитентам ВФБ	92
	Приложение 2	94



Уважаемые коллеги!

Не требует подтверждения тот факт, что сельское хозяйство постепенно превращается из отрасли, ориентированной на использование рабочей силы (и часто это труд фермеров, обрабатывающих свои угодья) в сектор, ориентированный на высокие технологии и доступ к рынкам ресурсов и сельхозпродукции. Капиталоемкость сельского хозяйства растет, и этот процесс происходит во всех странах, с большей или меньшей степенью интенсивности.

В свою очередь, это выдвигает требования по доступу к капиталу, ведь без привлечения финансирования на приемлемых условиях невозможно представить внедрение современных технологий.

Данное издание уделяет основное внимание одному из инструментов привлечения финансовых ресурсов, а именно выходу компаний на IPO, хотя ряд других финансовых инструментов также проанализированы.

Компании, разместившие свои акции на мировых фондовых площадках, называются публичными. Публичность требует значительных усилий на корпоративном уровне. Но основные уроки, которые можно извлечь из размещений последних лет, – это то, что уже недостаточно быть представителем «подающей надежды» аграрной страны для привлечения внимания инвесторов и что нет смысла злоупотреблять их вниманием лишь для того, чтобы разово привлечь средства. Публичность должна гарантировать компании дополнительные стратегические преимущества и такие примеры в новейшей истории аграрной отрасли Украины имеются.

Надеемся, что издание, которое находится в Ваших руках и которое создано при поддержке большого количества компаний, работающих в сфере инвестиционного, финансового, юридического обслуживания компаний АПК, окажется полезным и познавательным для тех, кто не считает абстрактным словосочетание «инвестиционная привлекательность».

*С пожеланием успехов в бизнесе,
Президент УКАБ Алекс ЛИССИТСА*



Марина ФОМИНА

Вице-президент отдела корпоративных финансов, Visum Capital
M.Fomina@visumcapital.com.ua



Олег СТАДНИК

Старший специалист отдела корпоративных финансов, Visum Capital
O.Stadnik@visumcapital.com.ua

1. Формы привлечения финансирования

Стратегия капитализации сельскохозяйственной компании, равно как и любого предприятия другой отрасли, может базироваться на модели развития либо за счет собственных средств, либо за счет внешнего финансирования. Справедливости ради стоит отметить, что обе стратегии имеют как преимущества, так и недостатки. С одной стороны, использование собственных средств позволяет избежать возникновения каких-либо обязательств перед внешними инвесторами, предоставившими финансирование. В то же время, если компания не субсидируется собственниками, этот путь предполагает ограничение темпов развития

бизнеса объемом его операционной прибыли. Кроме того, необходимость во внешнем финансировании может возникать в рамках операционного цикла, например, в случае временного разрыва между расходами на посевную кампанию и доходами от продажи урожая. С другой стороны, привлечение внешнего финансирования сопряжено с рядом трудностей и предполагает прохождение процесса многоэтапной подготовки. В то же время, оно позволяет реализовывать капиталоемкие проекты по развитию существующего бизнеса и аккумулировать необходимые средства для приобретения крупных предприятий.



Основные виды финансирования

Поскольку сельское хозяйство постепенно становится более капиталоемким бизнесом, доступ к финансовым ресурсам является важным конкурентным преимуществом. На сегодняшний день существует большое количество вариантов привлечения финансирования. Поэтому одной из приоритетных задач финансового департамента компании или внешнего финансового консультанта является

разработка многоэтапной стратегии, позволяющей наиболее эффективно использовать доступный инструментарий, исходя из размера и специфики бизнеса конкретной компании, а также фазы экономического цикла и ситуации на рынках капитала.

Финансирование, по своей сущности, бывает акционерным и долговым. Одной из самых важных характеристик каждого источника финансирования является стоимость его привле-

чения. Общая подготовленность компании, в частности, прозрачная юридическая структура и аудированная финансовая отчетность, дополняемая грамотной комбинацией нескольких источников финансирования, позволяют добиваться снижения стоимости привлечения финансирования.

Долговое финансирование

Долговое финансирование, как правило, предусматривает привлечение средств на условиях возвратности и с выплатой процентов за их пользование. Самым универсальным и доступным видом долгового финансирования является банковский кредит. К сожалению, отечественные сельскохозяйственные компании имеют значительно меньший доступ к банковскому кредитованию, чем компании агросектора других стран. Так, например, согласно исследованию BE Berlin Economics GmbH, в Украине показатель относительной значимости банковского кредитования агросектора* в три раза меньше, чем в соседней Польше, и почти в восемь раз меньше, чем в Германии. Среди основных причин сложившейся ситуации - высокая стоимость кредитования и строгие требования к предмету залога и его оценке. Выпуск облигаций считается более сложным инструментом долгового финансирования, чем банковское кредитование, так как предусматривает проведение целого ряда процедур и подготовку специальных документов, таких как проспект эмиссии или инвестиционный меморандум, договоры на выпуск ценных бумаг, презентационные материалы и т. д.

Visum Capital – независимая инвестиционная компания, основным направлением деятельности которой являются инвестиционно-банковские услуги, в том числе сопровождение сделок слияния и поглощения, привлечение акционерного и долгового финансирования для корпоративных клиентов. Компания также управляет несколькими фондами прямых инвестиций. В 2011 году осуществила такие сделки в агросекторе как: IPO KSG Agro на Варшавской бирже; привлечение для KSG Agro кредита под гарантию US EXIMBANK; покупка компанией Sintal Agriculture сельскохозяйственной компании “Агрика”.

Существуют различные виды облигаций, в частности: по критерию юрисдикции размещения и валюте эмиссии облигации разделяют на локальные облигации и еврооблигации; по возможности конвертации облигаций в акции бывают конвертируемые и неконвертируемые облигации; по способу выплаты дохода - купонные и дисконтные.

Основным покупателем локальных облигаций, которые размещаются на внутреннем финансовом рынке, являются украинские банки, инвестиционные фонды и страховые компании. Еврооблигации, которые выпускаются на международном финансовом рынке, позволяют привлечь более значительные объемы средств под более низкие ставки. Организация такого выпуска предусматривает довольно сложную и дорогую процедуру, что делает процесс рациональным только при значительном объеме привлечения. Соответственно, данный инструмент доступен только крупным компаниям, как правило, уже прошедшим путь привлечения акционерного капитала через биржу. Конвертируемые облигации, кроме получения процентного дохода, также дают инвестору право обменять их на определенное количество акций эмитента. Таким образом, этот инструмент позволяет инвестору не только получать фиксированный доход, но и дает возможность дополнительно заработать в случае роста стоимости акций. Возможность дополнительного заработка инвестора приводит к уменьшению процентной ставки по такому виду облигаций. Купонные облигации предусматривают право инвестора на получение процентного дохода, выплачиваемого с определенной периодичностью, и делятся на облигации с фиксированной и плавающей купонной ставкой. Дисконтные облигации, как правило, выпускаются с нулевым купоном, а доход инвестора возникает за счет того, что ценные бумаги выпускаются с дисконтом, то есть по цене ниже номинала. В случае эмиссии дисконтных облигаций эмитент откладывает выплату стоимости финансирования до момента их погашения.

Одним из инструментов привлечения долгосрочного долгового финансирования также является торгово-экспортное финансирование. Своему существованию этот инструмент обязан национальным экспортным кредитным агентствам (НЭКА), которые действуют в большинстве развитых стран, и служат для

* Показатель рассчитывается как доля банковского кредитования агросектора от общего объема кредитования в стране с учетом размеров аграрной отрасли страны

стимулирования экспорта. НЭКА часто являются государственными структурами, но иногда их роль выполняют уполномоченные банки или страховые компании. В рамках своей деятельности НЭКА обычно не предоставляют финансирование, а обеспечивают страховое или гарантийное покрытие рисков кредиторов. Основной фокус делается на поддержке финансирования зарубежных компаний, приобретающих оборудование или технику, которые были произведены в стране, чьи интересы представляют НЭКА. Из-за сложности процедуры, оформление сделки занимает от двух до шести месяцев, но затраченные усилия компенсируются низкой стоимостью финансирования, которая обычно складывается из нескольких элементов: LIBOR (международный индикатор стоимости финансирования), премия НЭКА и маржа коммерческого банка.

Акционерное финансирование

Акционерное финансирование предполагает привлечение средств в капитал компании с помощью дополнительного выпуска и продажи её акций, вследствие чего инвестор получает право на пропорциональную долю в будущей прибыли компании. Продажа акций компании может осуществляться на организованной площадке – бирже, либо напрямую путем частной сделки с инвестором. Акционерное финансирование, в отличие от банковского, не требует залога и является безвозвратным. Основными задачами, которые стоят перед компанией в процессе привлечения акционерного финансирования, являются презентация аргументов по подходам к оценке стоимости бизнеса, а также минимизация рисков инвестора путем создания прозрачной юридической структуры, подготовки аудированной финансовой отчетности т.д.

Инвесторов, которые потенциально могут быть заинтересованы в прямом (без участия биржи) акционерном финансировании, можно разделить на две группы: финансовые и стратегические. Финансовые инвесторы, в частности фонды прямых инвестиций, вкладывают средства в капитал компаний, ожидая повышения стоимости их инвестиций в средне- и долгосрочной перспективе за счет эффективного использования портфельными компаниями привлеченных средств. Стратегические инвесторы, в частности, более крупные игроки или компании со смежных секторов, в результате инвестиции планируют получить экономию на масштабах либо си-

нергетический эффект. Например, агротрейдеры и производители продуктов питания инвестируют в агросектор с целью обеспечения бесперебойных поставок сельхозпродукции для переработки на своих предприятиях либо для продажи на мировые рынки.

Привлечение акционерного капитала через биржу происходит при помощи нескольких инструментов, в частности публичного или частного размещения акций. Для инвестора важным является потенциал роста стоимости акций и их ликвидность. Публичное размещение акций предполагает предложение акций широкому кругу институциональных и розничных инвесторов, поэтому обеспечивает более высокую ликвидность акций, тогда как частное размещение ориентировано на ограниченный синдикат институциональных инвесторов. С другой стороны, публичное размещение предполагает выполнение компанией более строгих требований, поэтому процесс подготовки длится дольше и является более затратным. Частное размещение может осуществляться как предварительный шаг перед публичным размещением.

IPO (первичное публичное размещение) – один из наиболее эффективных способов привлечения капитала, который активно используется западными компаниями с 1970-х годов. На сегодняшний день, несмотря на подверженность цикличности, IPO является одним из основных инструментов финансирования развития компаний. В отличие от банковского кредита, при IPO получение финансирования не сводится к решению одного конкретного инвестора. В этом случае успех зависит от предпочтений целого ряда инвесторов, многие из которых специализируются на определенных отраслях. Глобализация финансовых рынков и концентрация ресурсов в международных финансовых центрах привели к формированию нескольких международных бирж, которые заинтересованы в привлечении иностранных эмитентов. Сельское хозяйство и производство продуктов питания являются теми секторами украинской экономики, повышенный интерес к которым подтвержден в рамках 16 публичных и частных размещений на зарубежных биржах. Эти инструменты позволили только в 2011 году для 6 компаний вышеупомянутых секторов привлечь около \$280 млн. инвестиций, которые были направлены на их развитие.

Публичное размещение акций – один из этапов стратегического развития бизнеса, достижение которого предусматривает раскрытие компанией детальной информации о своей деятельности и акционерах. Несмотря на сложность и длительность подготовки, публичность увеличивает уровень доверия к компании со стороны потенциальных инвесторов и, как результат, упрощает и удешевляет будущие привлечения финансирования, а также дает доступ к дополнительным инструментам финансирования, например, акционерным кредитным линиям, конвертируемым облигациям, конвертируемым займам, вторичным размещениям акций на бирже и т. д.

Процесс привлечения финансирования и его основные участники

Как правило, для того чтобы компания имела возможность привлекать финансирование на выгодных условиях, она должна пройти многоэтапную подготовку, которая сопряжена с временными и материальными затратами. Факторы, влияющие на успех в привлечении финансирования можно условно разделить на внутренние, зависящие от усилий компании и внешние, не зависящие от компании обстоятельства. К внешним факторам относятся: макроэкономическая ситуация, состояние инвестиционного климата, изменение настроений инвесторов и т.д. К внутренним факторам можно отнести соответствие финансовой отчетности и корпоративного управления международным стандартам, наличие аудированной финансовой отчетности, прозрачность юридической структуры, наличие стратегии, бизнес-модели и т.д.

Если на внешние факторы влиять практически невозможно, то с организацией внутренних процедур и процессов во многом могут помочь качественно выбранные внешние консультанты – финансовые, юридические и прочие советники. Финансовые советники, после ознакомления со спецификой бизнеса компании, разрабатывают многоэтапную стратегию привлечения финансирования. Как только стратегия согласована с собственниками бизнеса, проводятся тендеры для отбора дополнительных консультантов, необходимых для процесса. Финансовый советник также помогает компании с разработкой бизнес-модели, занимается подготовкой презентационных материалов, сопровождает компанию в рамках проведения переговоров с потенциальными инвесторами и т. д. При необходимости, финансовый консультант также сопровождает компанию в процессе аудита, улучшения структуры корпоративного управления, помогает с координацией работы всех участников транзакции и т.д. Юридические советники занимаются проведением юридического due diligence, предоставлением рекомендаций по юридическим аспектам структурирования, разработкой транзакционных документов и т.д. Для подготовки отчетности компании в соответствии с МСФО и предоставления аудиторского заключения привлекаются аудиторы. В зависимости от формы привлечения финансирования и особенности конкретной сделки в процессе также участвуют биржа, регистрационный агент, PR агент, брокер/листинг партнер и т.д.

Выводы

Все больше украинских агрокомпаний выбирают путь развития за счет внешнего финансирования, а для оптимизации процесса подготовки к привлечению пользуются услугами консультантов. Остальным все тяжелее конкурировать с игроками, которые активно развиваются, инвестируя привлеченные средства в интенсивное расширение земельного банка, новые технологии, технику и инфраструктуру, построение вертикально интегрированных структур, выстраивание каналов продаж и выход на новые географические рынки сбыта.





Юрген ПРУМЕТЦ

Глава отдела корпоративных финансов, ERSTE Securities Polska S.A.
Juergen.Prumetz@erstegroup.com

2. Ключевые факторы инвестиционной привлекательности. Этапы и участники IPO

В 2011 году Варшавская фондовая биржа создала индекс, посвященный компаниям из Украины. В том же году, шесть украинских компаний прошли процедуру листинга главным образом на Варшавской фондовой бирже. Стоит отметить, что ещё несколько компаний начали подготовку к публичному размещению, но были вынуждены прекратить или отложить свои планы из-за неблагоприятных рыночных условий. Учитывая тягостность и дороговизну заемных средств в Украине, сделки с ценными бумагами стали рассматриваться как очень привлекательная альтернатива для привлечения средств.

В то же время IPO влечет за собой критические изменения в компании, общественности оглашается ранее закрытая информация о предприятиях. Ключом к успеху является впечатляющая история, представленная убедительным и профессиональным менеджментом во время проведения роуд-шоу. История компании, её многообещающее будущее, прозрачная структура и высокий уровень корпоративного управления имеют решающее значение для IPO. Подготовка к IPO

требует создания целенаправленной рабочей группы, которая будет в состоянии справиться с комплексным проектом в течение запланированного периода времени. Тем не менее, публичное размещение – это не только способ нахождения институциональных и розничных инвесторов. Изменение отношения компании к публичности является очень важным фактором.

Инвесторы ищут уникальные инвестиционные возможности. Структура бизнеса, существующие барьеры для размещения, инновационные продукты, низкая стоимость, доля на рынке могут выделить эмитента среди других компаний.

Первостепенно важно избежать мнения о «еще одной не примечательной компании». Поэтому наличие экспертной группы компаний может помочь при оценке бизнеса и играет важную роль в выборе фондовой биржи. Но стоит быть внимательным, так как большое количество похожих сделок в короткий период может ограничить ценовую гибкость и инвесторы могут захотеть определенную скидку.

Что нужно для удачного публичного размещения?

Когда компания задумывается о проведении IPO, она должна ответить на такие вопросы:

Привлекателен ли наш бизнес для рынка капитала?	<ul style="list-style-type: none"> - Привлекательная отрасль с сильным и уникальным предложением - Устойчивое конкурентное преимущество - Продуманная стратегия инвестирования
Достаточно ли велика компания?	<ul style="list-style-type: none"> - Рыночная капитализация обеспечивает достаточную ликвидность - Соответствующий размер бизнеса - Разумные расходы
Готова ли компания стать публичной?	<ul style="list-style-type: none"> - Установлен надлежащий менеджмент - Наличие современной финансовой отчетности - Высокие стандарты корпоративного управления - Желание стать публичной компанией
Поверят ли инвесторы в предоставленную историю капитала?	<ul style="list-style-type: none"> - Наличие проведенных аудитов - Надежная и разумная бизнес-история - Прозрачное корпоративное управление - Убедительный менеджмент
Правильно ли структурирована сделка?	<ul style="list-style-type: none"> - Фокус на новых акциях - Достаточный свободный оборот обеспечивает сильную последующую продажу - Прозрачная и легкая для понимания корпоративная структура

Инвесторы поддерживают развитие, инвестируя в новые акции

(Частичное) обналичивание денежных средств существующими акционерами через IPO возможно, однако инвесторы предпочитают вкладывать средства в будущее компании, а не в ее владельца. Чем выше доля новых акций в сравнении с существующими акциями, тем более привлекательной будет сделка. Структура, в которой преобладает продажа существующих акций, ставит историю роста и развития компании под сомнение. У инвесторов возникает вопрос: «Почему акционеры продают такой прекрасный бизнес?» Инвесторы также опасаются необоснованных цен, так как акционеры, продающие свои акции, склонны к «одноразовому успеху», а не к формированию цены для долгосрочного развития эмитента. Компании занимаются планированием потенциального спроса. Поэтому компаниям рекомендуется сочетать публичное размещение с выпуском новых акций. Тем не менее, увеличение капитала должно быть оправдано привлекательностью инвестиционных проектов. Рекапитализация или рефинансирование совсем не убедительные процессы. То же самое относится к наиболее часто используемым или кратким отчетам при описании использования доходов. Стоимость финансирования будет возрастать в случае, когда инвесторы не будут в состоянии эффективно оценить стоимость проектов. Более того, эмитент должен остерегаться создания искусственной инвестиционной программы для привлечения публичных инвесторов. Когда достаточно большие инвестиции не могут быть оправданы, размещение существующих акций имеет все шансы на успех только в бизнесе со стабильным и мощным генерированием денежных средств. Доля существующих акций, размещаемых в сделке, также может быть увеличена с помощью опциона превышения (англ. - overallotment) или опциона «зеленого ботинка» (англ. – greenshoe). Это позволяет акционерам воспользоваться огромным спросом, так как они сохраняют возможность продажи дополнительных акций.

Чтобы избежать давления на цену акций, исходящего от заключения крупных сделок, и риска снижения балансовой стоимости акций после размещения, необходимы меры по обездвижению ценных бумаг. Такие меры ограничивают: (I) акционеров в распоряжении акциями и (II) компанию в увеличении доли своего капитала в течение оговоренного периода времени, обычно от 6 до 24 месяцев. В большинстве сде-

лок используется период 12 месяцев. Согласившись с условием хранения акций в течение определенного периода времени, инсайдеры более тесно связываются с интересами других акционеров и, таким образом, подтверждают, что никакая негативная информация не была скрыта.

Вопросы размера

Расширение ликвидности и повышение уровня информированности позволяет компании привлекать капитал на более выгодных условиях. Руководство фирмы должно тщательно проанализировать, является ли ожидаемая капитализация достаточной для первичного размещения акций на рынке и листинга. Так как многие институциональные акционеры имеют ограничения при инвестировании в небольшие компании, то крупные эмитенты имеют доступ к более диверсифицированной базе инвесторов. Исключением всегда была Варшава, так как местное сообщество предпочитает принимать более мелкие компании, чем другие крупные фондовые биржи.

Размер также имеет значение для заметности. «Маленькая рыбка в большом аквариуме» не всегда может достойно показать свои достижения финансовому сообществу.

Выбор площадки для листинга диктует требование свободного обращения акций, но в любом случае институциональные инвесторы вряд ли согласятся на уровень ниже 25-30%. Владельцы также должны учитывать, что основные акционеры могут управлять бизнесом даже с менее чем 50%. Соответствующие решения принимаются акционерами на общем собрании. Неконтролируемое наращивание количества акций ограничено правовой базой регулируемых рынков в Европейском Союзе. При превышении определенного порога количества акций (начиная с 5%) требуется обязательное информирование инвесторов и общественности, так же как и при получении контрольного пакета акций (что в большинстве стран составляет 30%).

Больше, чем просто увеличение капитала

Очень важным для IPO является желание эмитента изменить своей культуры. Это включает в себя структурные изменения, умелое корпоративное управление, нацеленное на создание стоимости и готовность тесно сотрудничать с финансовым сообществом. Последнее особенно важно не только для первичного размещения, но и для дальнейшего будущего эмитента. Когда предприниматели не сотруд-

ничают с обществом, у инвесторов возникают проблемы с правильной оценкой потенциальных возможностей.

Это может препятствовать увеличению капитала или быть причиной недооценки. Таким образом, баланс между приватностью и публичностью очень необходим.

Поскольку управление является движущей силой проведения публичного размещения, то какие-либо пробелы в топ-менеджменте неприемлемы. Также для обеспечения успешности всего процесса требуется сильный менеджмент среднего звена, опытный исполнительный или финансовый директор. Высшее руководство должно получить доверие инвесторов, а информационную асимметрию необходимо сгладить. Во время проведения роуд-шоу менеджмент должен убедить потенциальных капиталовкладчиков, что они в состоянии справиться с проблемами отрасли и конкуренции, а также исполнить обещания, сделанные в ходе размещения.

Ежедневная связь после листинга осуществляется менеджером по связям с клиентами, который должен взять на себя ответственность за управление проектом на уровне компании ещё перед её размещением.

Руководство также должно уверенно проводить надлежащее корпоративное управление. Это означает не просто соблюдение минимальных требований корпоративного управления, требуемых при листинге. Необходима полная прозрачность и простота корпоративной структуры, а также правильное ведение финансовой отчетности.

История налоговых и юридических событий помогает объяснить корпоративную структуру бизнеса. Например, некоторые холдинги осуществляют свою деятельность в офшорах, таким образом, защищая себя от попыток поглощения или выкупа, а также для снижения налогового бремени. Но чем проще структура, тем лучше. Уменьшение налогов ни в коем случае не должно осуществляться за счёт прозрачности компании, так как это включит защитный механизм, который может привести к более низкой оценке компании.

Для украинских компаний, котирующихся на европейских фондовых биржах, достаточно популярно использование холдинговых компаний, зарегистрированных в Европейском союзе. Регистрация в Европейском Союзе способствует не только созданию эффективной среды для инвестирования, но и обе-

спечивает эмитенту выгодные налоговые условия и упрощённую процедуру паспортизации, которая позволяет использовать утвержденный проспект и в других странах Европейского Союза. Несмотря на общую правовую базу для утверждения проспектов в рамках Европейского Союза, существуют различия при интерпретации различных норм, а также в подходе регулирующих органов, что может привести к задержкам и дополнительным административным затратам при утверждении проспекта. В связи с этим со стороны руководства может потребоваться правильный подход к компромиссу между налоговой эффективностью и гибкостью.

Но важнее всего – это здоровое финансовое состояние. Чтобы инвесторы имели представление о финансовом развитии компании-эмитента, она должна быть сегментирована в соответствии со стратегией. Финансовые показатели должны быть подготовлены в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) и ежегодно должны проверяться независимой аудиторской фирмой. После листинга эти финансовые данные должны публиковаться не позднее 4 месяцев после окончания финансового года. Кроме того, на большинстве фондовых бирж эмитенты обязаны публиковать ежеквартальные финансовые отчеты о результатах первого и третьего квартала не позже 6 недель, и не позднее 2 месяцев – финансовые отчеты за полгода.

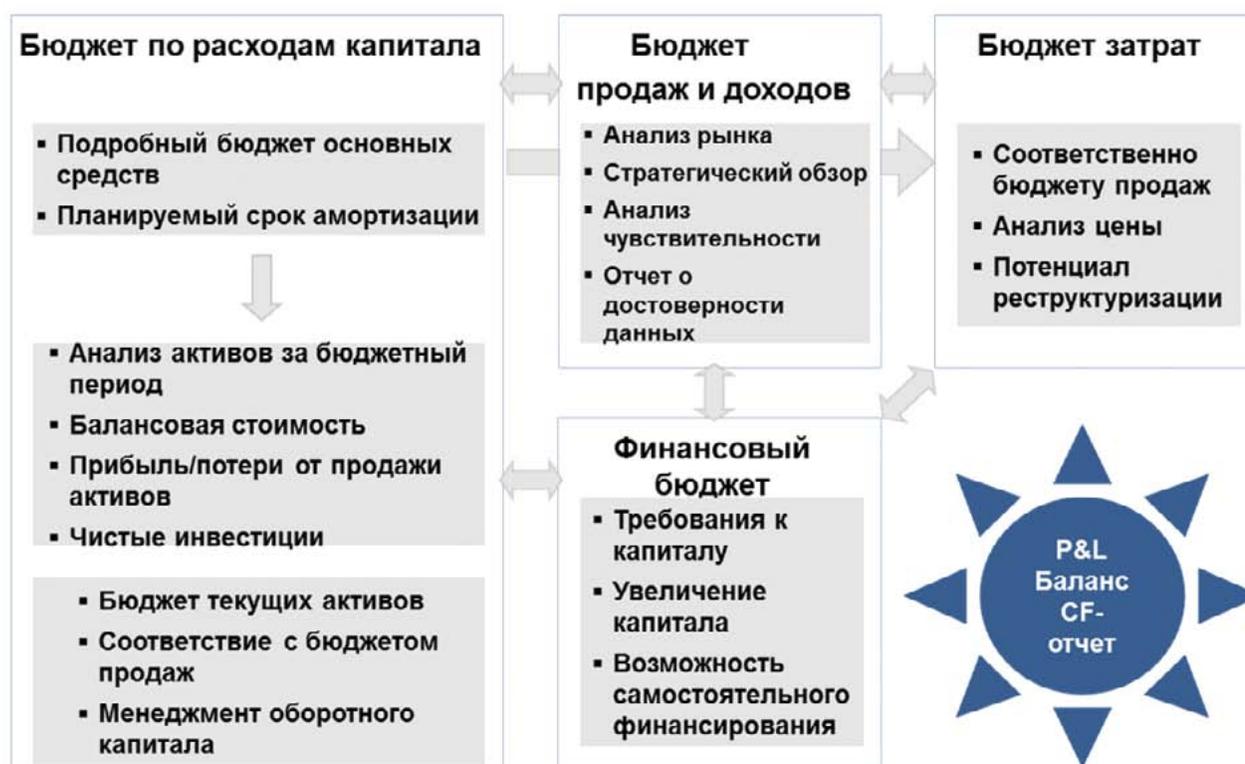
Кроме того, должен быть опубликован отчет об оборотном капитале за последние 90 дней для подтверждения наличия достаточных оборотных средств. Чтобы иметь возможность вовремя отчитаться, необходимы система надлежащего учета и современная система управления информацией.

Подготовка финансовой отчетности – это самый быстрый способ ускорения публичного размещения. Хотя закон и позволяет использовать финансовые данные за предыдущие месяцы для проведения сделки, но инвесторы все равно нуждаются в более точной информации, чтобы правильно оценить перспективы инвестирования в компанию. При размещении в течение года, ежеквартальная финансовая отчетность сравнивается с финансовыми данными соответствующего периода прошлого года и публикуется.

В качестве ориентира эмитентам рекомендуется следовать правилу 135 дней для под-

тверждения действительности писем-поручительств, как это предусмотрено в стандартах США, независимо от того, находятся ли акции в США или за пределами США. Это означает, что при публичном размещении финансовые данные должны быть не старше 135 дней с момента окончания последнего аудита. Так как период, необходимый для утверждения документов, ещё больше сокращает время для подготовки, проверки и рассмотрения финансовых отчётов, IPO становится первым испытанием для учета эмитента. Некоторые предварительные действия помогают избежать задержек и конфликтов в ходе подготовки.

Очень большое значение для ориентированного на создание стоимости менеджмента имеет правильное прогнозирование. Несмотря на то, что осуществлять прогнозирование достаточно тяжело, особенно для бизнеса, ориентированного на товарные рынки, текущее бизнес-планирование необходимо для определения основных целей. В конце концов люди инвестируют в будущее бизнеса. Несмотря на все трудности, хорошее бизнес-планирование можно рассматривать как показатель опытности руководства. Интегрированное бюджетирование является важным инструментом бизнес-планирования.



Подготовка к первичному публичному размещению

Время – ограниченный ресурс?

Публичное размещение – это новый опыт для компании. Процесс проведения IPO занимает несколько месяцев. Тем не менее, размещение очень чувствительно к событиям на финансовых рынках. Ограничения во времени делают процесс IPO очень стрессовым для управления. Процесс IPO делится на пред-IPO период, подготовку предложения, маркетинговый период, листинг и завершение транзакций. При условии, что все сведения, необходимые для проспекта, подготовлены и переданы огласке, а структура предложения разработана, весь процесс займет от 3 до 6 месяцев. Кроме того, интерпретация и подходы компетентного лица, утверждающего проспект, сильно влияют на

сроки. В зависимости от компетентного лица, утверждение полного проспекта может длиться от двух-трёх недель до нескольких месяцев.

Несмотря на большую гибкость при подготовке, процесс становится все более жестким по мере приближения к IPO. Когда стартует процесс IPO, предложение становится публичным и эмитент рискует «обжечься» в случае задержек или полной отмены. Поэтому правильный выбор времени очень важен для успешного размещения.

Публичное размещение очень чувствительно к событиям на рынках капитала. Размещение во время или после огромных продаж является очень рискованным. Снижение цен способствует притоку инвестиций в компании, которые уже прошли процесс листинга и доказали свою привлекательность. Так как количество,

качество и достоверность предоставленной информации обратно пропорциональна возрасту фирмы, то требования к ней уменьшаются в течение некоторого времени. Кроме того, проблемы при переходе к *carps* (конвертируемая привилегированная акция с плавающей ставкой) усложняют размещение для небольших компаний.

Неустойчивые рынки подвержены рискам и резким колебаниям стоимости, которые затрудняют прогнозирование. Однако из-за того, что необходимо время для подготовки к IPO,

представители компании должны начать подготовку еще до происходящих изменений на рынках капитала и присчитать риск приостановления или отсрочки сделки.

Помимо ситуации на рынках, сроки подготовки зависят от ряда других факторов: наличия счетов, доступа к Европейскому рынку капитала (ЕСМ), нормативных требований и инвестиционной истории. Компании также стремятся выпускать акции во время притока существенных денежных потоков, чтобы получить более высокую оценку.



Кроме того, необходимо следить за календарем. Размещение во время праздничных дней следует избегать, независимо от поиска розничного или институционального инвестора. Крупные мероприятия, такие как Евро-2012 могут затруднить размещение. Вместе с техническими ограничениями, например, вышеупомянутым правилом 135 дней, ЕСМ определяет окна для размещения. Предмаркетинговую деятельность и наполнение портфеля необходимо начинать и заканчивать в одно из этих окон. Например, можно закрыть размещение в первую неделю июля и начать предмаркетинг в начале сентября. Все другие процессы могут проводиться независимо от ЕСМ окон.

Два основных рабочих направления определяют подготовку: (I) проспект и (II) аналитический отчет. Проспект должен быть одобрен лицом, ответственным за контроль рынков капитала. Аналитический отчет должен быть подготовлен исследовательской группой, независимой от корпоративной команды финансистов, ответственной за проведение сделки.

Аналитический отчет основывается на общедоступной информации (в том числе на информации, которая будет включена в проспект), представленной аналитикам менеджментом во время информационной презентации, которая, как правило, занимает полный рабочий день и состоит из подробного обсуждения фирмы, рынков, финансовых отчетов, перспектив и потенциальной заинтересован-

ности. В зависимости от сложности бизнеса, около 4-5 недель требуется для подготовки аналитического отчета. Окончательный проект отчета рассматривается юридическими советниками, чтобы убедиться, что он соответствует проведенному исследованию и, что в докладе содержится только публичная информация. Кроме того, в процессе международных размещений аналитики не всегда дают оценку компании или дают информацию о правильности цены. Зачастую обсуждается только методология оценки компании, которая может дать инвесторам несколько идей о том, как оценить компанию. Аналитический отчет распространяется приблизительно за 14 дней до начала предложения и не может быть изменен в течение 40 дней после закрытия сделки (так называемый темный период). Он не должен распространяться в электронной форме и только в соответствии с практикой менеджмента. Аналитический отчет служит материалом для обсуждения в предмаркетинговой фазе, во время которой инвестиционные банкиры стремятся получить полные отзывы от потенциальных инвесторов.

Вторая важная задача при подготовке публичного размещения – составление проспекта, который является наиболее важным документом в любой сделке. Этот документ должен быть единственным источником информации для инвесторов, любая другая информация должна быть производной от него (или должна быть общедоступной).

Проспект – это не только маркетинговый документ, описывающий перспективы эмитента во время публичного размещения по продаже акций, но и юридический документ, являющийся основой ответственности. Поэтому очень важно подойти к подготовке проспекта с должным вниманием и отметить все возможные риски, связанные с компанией, бизнесом, финансовой отчетностью и размещением. Непонятная, неправильная, неточная или опущенная информация, которая искажает проспект, ведет в заблуждение или иным образом приводит к неточностям, тянет за собой судебную ответственность в случае потерь инвесторов. Поэтому юридические советники играют важную роль в подготовке этого документа.

Проспект также должен быть одобрен со стороны компетентного органа, которым в Европейском Союзе считается комиссия по ценным бумагам той страны, в которой эмитент находится. Для публичного размещения акций на других рынках Европейского Союза проспект может быть паспортизирован в комиссии по ценным бумагам страны размещения. Многие страны Европейского союза требуют для паспортизации перевод краткого описания проспекта. На Кипре участие отдельного кипрского андеррайтера обязательно.

В соответствии с нормативно-правовой базой Европейского Союза проспект для первичного размещения акций должен быть утвержден в течение 20 рабочих дней. Тем не менее, фактическое время утверждения проспекта во многом зависит от подхода и интерпретации законов о ценных бумагах ответственными органами и может варьироваться от 3 недель



до нескольких месяцев. Официальный отсчёт срока начинается с подачи полного проспекта, и тогда соответствующий орган решает готов ли проспект или нет. Любые изменения должны быть включены в дополнения.

Необходимая информация для подготовки проспекта эмиссии и истории капитала собирается в процессе due diligence, который начинается еще до начала сделки с процедуры «знай своего клиента» и заканчивается оглашением даты соглашения. Аудит включает в себя бизнес / технический, юридический и финансовый due diligence, а также презентацию менеджмента и обзор документов, предоставляемых компанией. Процедура проведения аудита проходит в форме вопросов «да или нет», по отношению к возможным изменениям у эмитента, в бизнесе или в финансовой отчетности.

Детальное представление и анализ бизнеса эмитента, финансовых данных и рынков необходимо для оценки рисков, связанных с транзакцией. Кроме того, продуманное описание имеет огромное значение для защиты аудита от потенциальных обязательств, на которые могут претендовать инвесторы в случае потери. На Кипре обязательным является публикация независимого аудита во время размещения.

Бизнес/Технический дью дилидженс

- Макро экономика, нормативы, технические и другие факторы
- Конкурентная среда и важные тренды
- Важные договора
- Клиенты
- Стратегия
- Продукты/Сервисы
- Внутренний и менеджерский контроль
- Сельскохозяйственные проблемы**
- Востребованность
- Инновационные проекты

Правовой дью дилидженс

- Правовая структура
- По законам
- Договоренности акционеров
- Важные договора
- Риски связанные с ответственностью
- Страховка
- Правовые споры
- Вопросы регулирования, в том числе. Ветеринарные вопросы
- Заседания деректоров
- Экологические риски

Финансовый дью дилидженс

- Бизнес план
 - Предположения
 - Правдивость
 - Налоги
 - CAPEX, OPEX
 - Рабочий капитал
- Предыдущие события/ Осуществление бизнес плана
- Пенсии
- Валюта/Хеджирование
- Финансирование

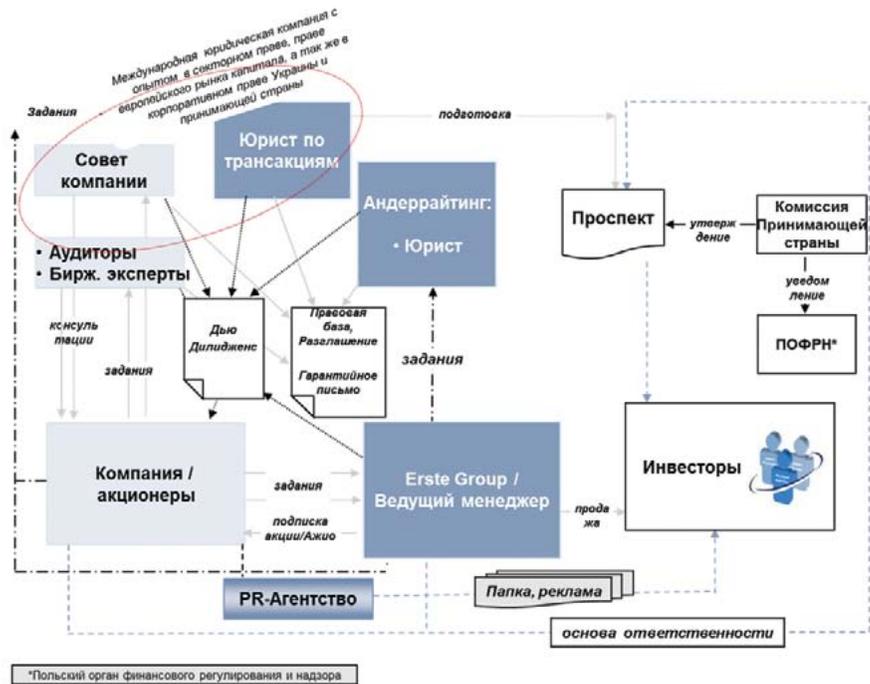
Рабочая группа – важность советников

Сложность проекта и изменения в бизнес-культуре, которые приходят вместе с публичностью, требуют участия целого ряда различных советников. Помимо банковского советника, который структурирует предложение и размещает акции, рабочая группа также включает: юристов, аудиторов, PR-агентства, и других экспертов.

В Украине в большинство сделок входят местные инвестиционные банкиры и один или несколько инвестиционных банков с глобальным или региональным фокусом, или же с присутствием в странах, где планируется размещение. Число членов рабочей группы зависит от размера сделки. Также есть разделение по должностям; глобальный координатор, главный менеджер или букраннер находятся на вершине иерархии. Более мелкая роль у заместителей главных менеджеров или ко-менеджеров, деятельность которых сводится к написанию аналитических отчетов и докладов о рыночных сделках. Менеджеры могут гарантировать транзакцию на основе результатов букбилдинга, чтобы облегчить расчет и листинг. Тем не менее, такой «мягкий» андеррайтинг не следует путать с твердой позицией перед осуществлением транзакции («жесткий андеррайтинг»).

В случае, если местная инвестиционная компания была нанята для подготовки к IPO, то она может также начать выбор банка (банков), который будет отвечать за размещение. Также возможно, что эмитент непосредственно сам организывает отбор банковского синдиката. Основными критериями принятия решения являются: развитая сеть продаж, (которая привлекает региональных инвесторов), авторитетная научно-исследовательская группа (готова работать с компанией даже после листинга) и команда специалистов по рынкам капитала (с интересными предложениями по публичному размещению).

Предлагаемая оценка компании инвестбанками может оказаться частью хорошей пре-



зентации, которая заинтересует только руководство, поэтому решение об оценке не должно основываться только на этом. Подготовка к IPO длится довольно долго и легко позволяет, а иногда и требует корректировки оценки в презентации. Таким образом, целесообразно искать партнерское предложение, которое предоставляет самый разумный подход при оценке.

Инвестиционные банкиры получают деньги от успешной операции как процент от объема транзакций. Сумма в значительной мере зависит от объема и структуры сделки, а также от сложности размещения и предоставляемых услуг. Кроме того, гонорары или поэтапные выплаты могут быть запрошены авторитетными инвестиционными банками, так как это позволяет сохранить ориентацию членов команды на подготовку соответствующей сделки. Для сделок превышающих сумму 70 млн. евро эмитенту рекомендуется привлекать банковский синдикат. Это улучшает не только само размещение, но и позволяет приблизиться к ключевым инвесторам с более чем одним аналитическим отчетом, поскольку каждый член банковского синдиката выдаст и разошлет свой собственный аналитический отчет. Для более мелких сделок могут быть вовлечены только местные или региональные инвестиционные банки.

В любой рабочей группе юридические советники играют важную роль. Как правило, команда юристов состоит из юридических фирм, которые консультируют компанию и

банковский синдикат. Кроме того, юристы по сделкам отвечают за решение возможных проблем при транзакциях. Такая интенсивная структура работы юристов помогает избежать возможных конфликтов интересов и способствует подготовке сделки. Консультирующая юридическая фирма должна иметь знания о регионе, в котором находится эмитент, его основном рынке деятельности, а также о рынке ценных бумаг. Ответственные юридические советники выбираются сразу после «конкурса красоты» организованного синдикатом банков.

Юридические фирмы, как правило, обязаны представить определенную информацию об оплате своих услуг, чтобы потенциальные затраты на юридических консультантов оставались предсказуемыми и чтобы сохранялась гибкость в разъяснении юридических вопросов. Опять же, опыт соответствующей юридической фирмы и наличие ресурсов, необходимых для проведения таких операций, имеют решающее значение. Юридические фирмы оказывают помощь и консультации по всем правовым вопросам, связанным с корпоративной структурой, самой сделкой, и берут на себя ведущую роль в подготовке и рассмотрении документов, необходимых для размещения акций (проспект, соглашения, маркетинговые документы, рекомендации и т.д.). Кроме того, юридические фирмы будут нести ответственность за юридическую экспертизу (*due diligence*).

В зависимости от привлеченных в синдикат банков или от правовой основы, для утверждения проспекта требуется открытое письмо о том, что результаты *due diligence* правильно изложены в проспекте. В конце дается юридическое заключение руководству эмитента, акционерам и банковскому синдикату, что все материальные вопросы, связанные со сделкой, выполнены в соответствии с правовыми нормами. Эти вопросы включают структуру компании, бизнес компании, утверждение проспекта эмиссии, возможность выполнения соглашений, заключенных для размещения, и другие подобные темы.

Как уже раньше упоминалось, должна быть опубликована годовая отчетность по МСФО за три года и ежеквартальные финансовые сравнения с кварталами предыдущего года. Кроме того, в проспект должен быть включен дополнительный набор финансовой инфор-

мации. Авторитетные аудиторские фирмы играют важную роль в подготовке сделки. До публикации проспекта аудиторскими должно быть подписано письмо поддержки. Это письмо предоставляет гарантии эмитенту, акционерам и банковскому синдикату, что финансовая информация, включенная в проспект, была точной. В большинстве случаев, аудитор, который уже подготовил отчет по годам, предшествующим подготовке к IPO, скорее всего будет участвовать в рабочей группе.

Для сложных вопросов, возможно, понадобится привлечение технических специалистов. Эти специалисты должны организовать независимую оценку (например, недвижимости, ресурсов и т.п.) или оценить риск определенных технических процедур, важных для бизнеса. Например, компании пищевой промышленности может понадобиться ветеринар. Участие таких экспертов зависит от компании и баланса между необходимостью обеспечения дополнительного спокойствия и затратами на их работу.

Как уже отмечалось выше, желание говорить с общественностью очень важно для любой сделки. Поэтому необходимо привлекать PR-агентства для помощи в этом процессе до, во время и после размещения. Главные менеджеры, занимающиеся «конкурсом красоты», помогут выбрать лучшее PR-агентство с наилучшими идеями для маркетинга сделки, и все это по разумной цене. Расходы сильно зависят от маркетинговой стратегии, в частности, от запланированной рекламы. Важно отметить, что правовая база для сделки на рынках капитала делает маркетинг строго регулируемой деятельностью. Следовательно, выбранное PR-агентство, уже должно иметь опыт работы в публичных размещениях. Работа PR-агентства регулируется принципами, разработанными соответствующими юридическими советниками.

Размещение – самое дальнее плавание руководства?

В начале публичного размещения всплывают вопросы о месте листинга и размещении, то есть, на каком рынке будет проходить публичное размещение и каких инвесторов это заинтересует.

В большинстве случаев публичное предложение и частное размещение для квалифицированных европейских инвесторов объединяется. Это позволяет компании при-

близиться к институциональным инвесторам в основных финансовых центрах Европы, что помогает разнообразить структуру инвесторов после листинга. Тем не менее, большое число институциональных инвесторов имеет минимальные требования в отношении ожидаемой рыночной капитализации и пакета акций.

Возможность сделки с такими инвесторами существует при условии подготовки публичного предложения в соответствии со стандартами европейского частного размещения и распространения аналитического отчета среди инвесторов во время Европейского роуд-шоу. Эмитенты поддаются тщательной проверке, особенно те, у которых ожидаемая рыночная капитализация меньше, чем 100 млн. евро, а размер сделки меньше 50 млн. евро. Из-за большого пакета акций американских инвесторов операции ниже 250 млн. евро редко находят достаточную базу инвесторов из-за дополнительных сложностей и расходов на так называемые предложения 144А для квалифицированных инвесторов в США.

Размещение акций организовывается во время роуд-шоу, в котором руководство эмитента встречается с инвесторами в формате 1-1 или в формате групповых встреч. За 60 минут необходимо убедить инвесторов, отвечая на все вопросы. Чтобы избежать негативных перебоев в работе рынка, роуд-шоу проходит в кратчайшие сроки. В случае международных роуд-шоу для IPO – это около 9-10 рабочих дней. Поэтому руководство будет спешить с одной встречи на другую и путешествовать от одного финансового центра к другому.

Во многих случаях листинг связан с публичным предложением для розничных инвесторов и с местом листинга. Розничные инвесторы являются важным источником для послепродажной ликвидности. Кроме того, эти инвесторы менее чувствительны к цене, чем институциональные инвесторы и, как правило, образуют прочную основу в самом начале формирования пакета. Кроме того, публичное размещение позволяет приблизиться к финансовым сообществам через различные средства массовой информации.

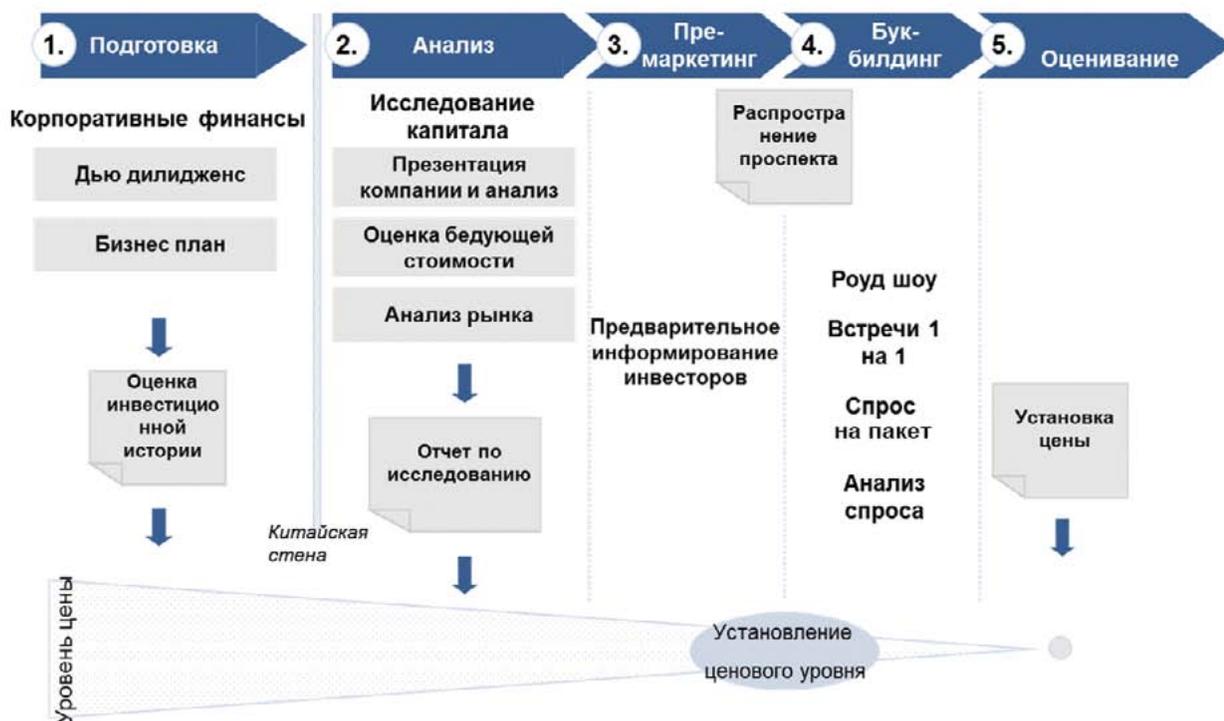
Персональные контакты	Быстрое и эффективное распространение информации	
Рекламные и PR компании	Создание публичного образа, вебсайт Распечатка и онлайн реклама на ведущих бизнес сайтах Сотрудничество с PR и рекламными агентствами Пресс-конференции и интервью, данные о компании для прессы...	
Торговая папка	Основной источник данных для частных инвесторов Сочетание эмоциональных фактов с неопровержимыми	

Публичное размещение также предоставляет преимущества при размещении рекламы в маркетинговых целях. Тем не менее, эмитенту не следует ожидать большого спроса со стороны розничных инвесторов с других рынков, не с места листинга. Розничные инвесторы не склонны вкладывать средства в более мелкие первичные операции за пределами своего внутреннего рынка. Таким образом, размещение вне листинга стоит ограничивать странами Европейского Союза и B2C компаниями. Это объясняется тем, что появляются дополнительные сложности из-за разницы в юрисдикции за пределами Европейского Союза, где паспортизация не возможна.

Спрос на акции формируется букраннерами в роуд-шоу в процессе букбилдинга. Институциональные инвесторы, как правило, появляются позже, при этом оставляя руководство эмитента с некоторой долей неопределенности в ходе размещения. Для обеспечения

дополнительного спроса после первого дня листинга, необходима огромная подписка, но при этом стоит избегать завышенных заказов. После закрытия пакета, руководство эмитента, акционеры, ответственные менеджеры и букраннеры обсуждают результаты и согласовывают окончательную цену на акции и доли инвесторов. Для розничных инвесторов широко используются стандартные принципы распределения, например, соразмерный, «первый пришел – первым обслужен» или другие общие принципы распределения. Институциональные инвесторы распределяются индивидуально с учетом качества инвесторов, их интереса, времени подписки и т.д.

Спрос, указанный при букбилдинге, не всегда является юридически обязательным. По этой причине предварительные подписки и предоплаты обязательны на некоторых рынках, в результате чего проходит отдельный процесс подписки, который должен пройти как можно скорее.



Правильная цена – своего рода искусство

Ценообразование публичного размещения является поэтапным процессом, начиная с относительно широкого диапазона цен и заканчивая стартовой ценой для инвесторов.

Диапазон цен устанавливается с учетом независимой оценки корпоративной финансовой команды, которая проводит сделку, исходя из бизнес-плана и других данных, полученных в процессе due diligence и от исследовательской группы, а также из сигналов, полученных от инвесторов в ходе предварительного маркетинга.

Финансовые специалисты подготавливают свою оценку, независимо от корпоративной команды финансистов. Их доклад включает анализ бизнеса, его перспектив и рисков, а

также методологию оценки компании. Только представленная руководством эмитента информация во время встреч и последующих сессий «вопрос-ответ» используется в отчете. Основываясь на этой информации, аналитики делают свои выводы в отношении развития бизнеса эмитента.

Оценка компании представляет собой непрерывный процесс. Вначале это влияет на решение компании по выбору инвестиционного банка, который будет ответственным за предложение. На основании первой оценки, подготовленной в начале процесса, необходимо принять решение о потенциальном делении акций. По психологическим причинам цена акции должна быть где-то в диапазоне 10-50 единиц необходимой валюты (GBP, EUR, PLN).

	Оценка	Описание	Важность
Относительная оценка, основанная на данных экспертной группы	Стоимость компании / Выручка	<ul style="list-style-type: none"> Прибыльность компании не берется во внимание Используется для определения диапазона цены Редко используется 	✓
	Стоимость компании / EBITDA*	<ul style="list-style-type: none"> Используется часто Не учитывается амортизация 	✓✓✓
	Стоимость компании / Операционная прибыль	<ul style="list-style-type: none"> Похож на «Стоимость компании / EBITDA» Очень зависит от уровня амортизации внутри экспертной группы 	✓✓
	Цена/прибыль	<ul style="list-style-type: none"> Результаты сильно зависят от налоговой системы Очень популярен, но слишком сильно зависит от учётных норм (в сравнении с «Стоимость компании / Операционная прибыль») Нулевая возможность интерпретации чистой задолженности 	✓✓

Дисконтирование	<ul style="list-style-type: none"> • Метод дисконтирования предоставляет фундаментальное описание оценки компании • Включает несколько критических аспектов, но при этом это один из лучших методов • Быстро-развивающиеся компании показывают на много лучше результаты при использовании этого метода 	✓✓✓
*Аналитический показатель, равный объёму прибыли до вычета расходов по уплате налогов, процентов, и начисленной амортизации		

Оценка представляет собой сочетание коэффициентов и дисконтированных денежных потоков. Последнее, в частности, важно для компаний с сильным темпом роста.

Первое обсуждение с инвесторами в ходе предмаркетинга – после распространения аналитического отчета – дает первые результаты, но реальные предложения по цене будут получены в течение букбилдинга. По-

сле анализа спроса цена размещения будет зафиксирована руководством эмитента, акционерами (если есть) и ведущим менеджером. Правильная цена – это не обязательно самая высокая цена или та, которая указана в пакете. Правильная цена – это та цена, которая обеспечивает достаточное количество качественных инвесторов.

Выводы

Поскольку публичное размещение не ограничивается поиском инвесторов для привлечения дополнительного капитала, необходимо реализовать целый комплекс мер ещё до IPO. Таким образом, перед IPO нужно попрактиковаться с инвесторами – частными инвестиционными компаниями, работающими с Вашим банком, или инвестиционными банкирами, которые оказывают помощь в подготовке к IPO.





Штефан ХЕФЕР

Вице-президент, отдел по листингу и работе с эмитентами, Deutsche Börse AG
issuerrelations@deutsche-boerse.com

3. Выбор площадки. Преимущества различных вариантов

3.1. Deutsche Börse. Капитал для Вашего будущего. Made in Germany

Обзор деятельности Börse Group

Как одна из ведущих биржевых организаций в мире, Deutsche Börse Group предоставляет инвесторам, финансовым институтам и компаниям доступ к глобальному рынку капиталов. Особенность Deutsche Börse Group заключается в её интегрированной бизнес-модели, покрывающей всю цепочку процессов биржевой торговли: от торговли ценными бумагами и деривативами, клиринга, расчётного и депозитарного обслуживания до обработки данных рынка, разработки и применения электронных торговых систем.

Как компания, которая сама размещена на бирже, Deutsche Börse работает над созданием стоимости для своих клиентов и акционеров. История биржи берет начало в 1958 году, когда во Франкфурте была открыта биржевая торговля. Сегодня Deutsche Börse – это больше, чем просто место торговли, а также больше, чем просто немецкая биржа, как говорит ее название. Она оказывает услуги на рынке ценных бумаг по всему миру, используя высокоэффективные технологии для обеспечения компаниям и инвесторам выхода на глобальный рынок капиталов.

Благодаря обширному бизнес-портфелю, Deutsche Börse Group занимает ведущее место в международном биржевом сообществе.



Полностью интегрированная бизнес-модель Deutsche Börse

Факты и показатели 2011				Изменение в %
Xetra				
Количество сделок (посчитано по доле)	млн	284,6	189,4	34
Оборот	€ трлн	1,48	1,32	12
Eurex				
Объем торговли	млрд	2,8	2,64	8
Количество сделок	млн	120,6	96,4	20
Объем капитала	€ трлн	107,4	98,3	8,5
Clearstream				
Объем депонированных ценных бумаг (среднегодовой показатель)	€ млрд	11,1	10,9	2
Количество сделок	млн	126,3	116,4	8

Рис. 1: Бизнес-модель Deutsche Börse Group

Deutsche Börse Group

- является оператором Xetra, электронного кассового рынка и Франкфуртской фондовой биржи – ведущей фондовой биржи Германии. Система Xetra также обеспечивает техническую инфраструктуру для фондовых бирж в Дублине, Будапеште, Любляне, Праге, Софии и Вене.
- организует и управляет одним из ведущих рынков деривативных инструментов и клиринговых расчетов через свою биржу деривативов Eurex и ее дочернюю структуру – Международную фондовую биржу (ISE) в США.
- собирает и обрабатывает данные рынка капитала и распространяет их среди своих клиентов в 154 странах. Участники рынка капиталов, оформившие подписку на получение этой информации, могут использовать ее затем для собственных целей, обрабатывать и осуществлять ее дальнейшее распространение.
- через свою 100-процентную дочернюю структуру Clearstream Deutsche Börse предлагает широкий спектр услуг после заключения сделки, включающие расчетные, депозитарные и банковские услуги.
- обеспечивает новыми технологиями собственные рынки, а также клиентов по всему миру через свой IT-сегмент, включающий такие дочерние компании как Deutsche Börse Systems и Clearstream Services. Из своего центра обработки данных Deutsche Börse управляет 16 торговыми платформами по всему миру и предоставляет технологии для международных поставщиков услуг.

Listing on Deutsche Börse: Finance your growth with equity or debt capital

XETRA | DEUTSCHE BÖRSE GROUP

You are looking for international capital? When it comes to reaching investors worldwide you can rely on Deutsche Börse on the way to your success. Benefit from exceptional liquidity and high valuation as a vital factor for your IPO. Increase your reputation while being listed directly next to industry leaders and experience visibility through the Deutsche Börse indices.

Листинг на Deutsche Börse: Финансирование посредством собственного и заемного капитала Ваша компания нуждается в международном капитале? Когда речь идет о привлечении внимания глобальных инвесторов, на пути к Вашему успеху Вы можете полностью положиться на Deutsche Börse. Воспользуйтесь преимуществом исключительной ликвидности и высокой оценки компании как решающий фактор для успеха Вашего IPO. Повысьте репутацию Вашего предприятия посредством размещения среди ведущих компаний аналогов и воспользуйтесь всеми преимуществами быть включенным в индексы Deutsche Börse.

For more information please contact us. | Контакт для Вашего выхода на биржу.
Phone +49-(0) 69-2 11-1 88 88, E-mail issuerservices@deutsche-boerse.com
www.xetra.com/listing_ru

Finance your Future. Made in Germany
Капитал для Вашего будущего. Made in Germany



Кассовый рынок Xetra

Xetra также является названием высокоэффективной электронной торговой системы Deutsche Börse для кассового рынка и синонимом автоматизации и интернационализации торговли ценными бумагами. Xetra сводит заявки на покупку и продажу от 250 торговых институтов в центральную электронную книгу заявок. 4700 трейдеров из 18 стран подключены к этой виртуальной листинговой торговой системе.

На кассовом рынке Франкфуртской фондовой биржи с высокой ликвидностью и в соответствии с наивысшими международными стандартами и предписаниями торгуются более 11 тысяч немецких и иностранных акций, а также множество других инструментов, например, облигаций, биржевых фондов, в том числе товарных фондов, а также сертификатов, обратнo-конвертируемых ценных бумаг и варрантов. В целом к торговле на Xetra предлагаются более 964 тысяч различных инструментов.

Xetra включает две рыночные модели для торговли ценными бумагами:

Xetra®: Полностью электронная торговая система: Заявки на покупку и продажу выставляются лицензированными брокерами со всего мира в центральной книге заявок. Designated Sponsors в качестве маркет-мейкеров обеспечивают дополнительную ликвидность, в особенности для менее ликвидных акций. Они поддерживают торговлю на Xetra, выставляя обязательные заявки на покупку и продажу ценных бумаг (так называемые котировки). Также они ответственны за устранение любого дисбаланса между спросом и предложением.

Таким образом, обеспечивается непрерывная торговля на Xetra. В биржевые дни торговля проходит с 09:00 до 17:30.

Xetra Frankfurt Specialist – Торговая модель с привлечением специалистов: Каждая ценная бумага, торгующаяся в рамках Xetra Frankfurt Specialist, поддерживается специалистом. Через систему Xetra банковская заявка напрямую доставляется

специалисту. С введением новой торговой модели «Непрерывный аукцион со специалистом» Deutsche Börse повысила привлекательность Xetra как международной листинговой и торговой платформы, в особенности для предприятий малого и среднего бизнеса. Помимо этого, участники рынка выигрывают от обширного набора продуктов и улучшенного качества торговли посредством специалистов, обеспечивающих ликвидность. В биржевые дни торговля проходит с 08:00 до 20:00.

Специалисты обеспечивают ликвидность и постоянную торговлю ценными бумагами в рамках модели непрерывного аукциона. Они предлагают выгодные спреды и препятствуют частичному проведению сделок. Другие их обязанности включают в себя предоставление информации об индикативных ценах, базирующихся на актуальном состоянии книги заказов, и обеспечение дополнительной ликвидности на рынке.

Новая торговая модель предлагается для торговли акциями и сертификатами в сегментах Prime Standard и General Standard на Регулируемом Рынке, а также в Entry Standard и Quotation Board на Open Market.

Обе рыночные модели находятся в рамках нормативно-правовой базы Франкфуртской фондовой биржи.

За последние годы на бирже было проведено множество размещений ценных бумаг компаний из стран СНГ, а также других стран Центральной и Восточной Европы. Ценные бумаги пятнадцати украинских компаний торгуются на Франкфуртской фондовой бирже в Open Market с 2006 года.

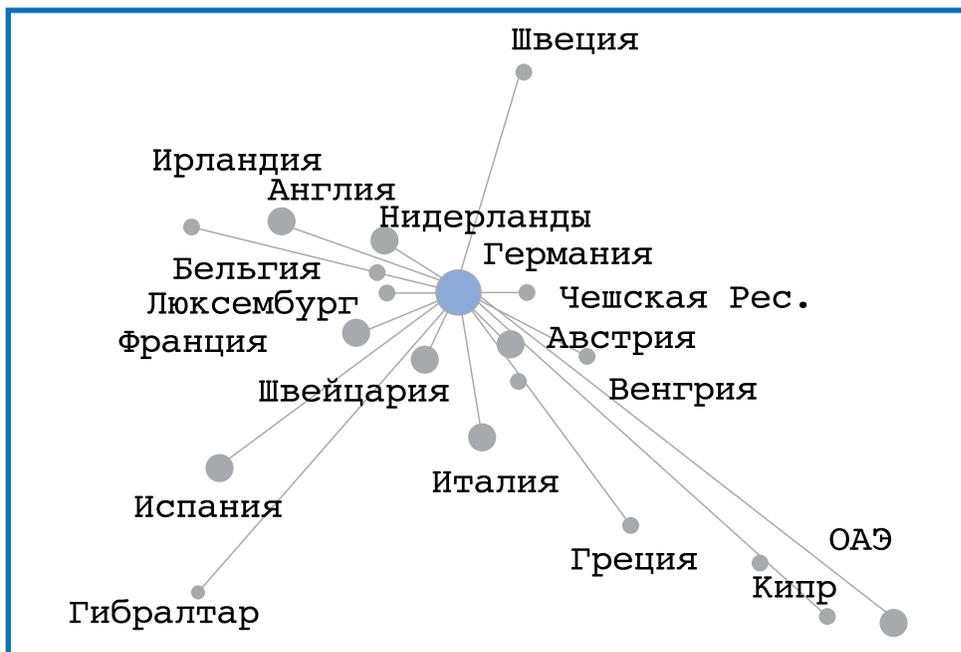


Рис. 2: Сеть участников торгов системы Xetra в 18 странах

Eurex – рынок деривативов

Eurex, биржа для торговли фьючерсами и опционами, является дочерней компанией Deutsche Börse и SIX Swiss Exchange. Eurex является одним из ведущих мировых рынков по биржевой торговле деривативами. Также Eurex предлагает широкий перечень продуктов международных бенчмарков и является одним из наиболее ликвидных рынков для торговли акционными и индексными деривативами, а также деривативами с фиксированным доходом. Eurex Clearing, расчетная палата компании, является ведущим центральным контрагентом в Европе. Международная фондовая биржа (ISE), являющаяся дочерней структурой Eurex – это одна из крупнейших мировых бирж по торговле опционами на акции.

Clearstream – банковские, расчетные и депозитарные услуги

Как международный центральный депозитарий ценных бумаг Clearstream International оказывает полный спектр услуг в сфере ценных бумаг. Clearstream расположен в Люксембурге, и его ключевым бизнесом является расчет и хранение международных ценных бумаг. Основной задачей полностью принадлежащего Deutsche Börse депозитария является обеспечение быстрой доставки денежных средств и ценных бумаг между участниками торговли. По поручению своих клиентов депозитарий также осуществляет хранение и управление ценными бумагами, находящимися там на хранении.

Clearstream поддерживает отношения с более чем 2500 клиентами, включая крупнейшие банки, глобальные инвестиционные банки и более 50 центральных банков из 110 стран мира. Его глобальная сеть охватывает 47 различных рынков. Сегодня более 400 тысяч облигаций, акций и инвестиционных фондов, торгуемых на немецком и международном рынках, находятся на хранении в Clearstream. Основываясь на гибком механизме кредитования ценными бумагами и наличии услуг по их управлению, Clearstream предлагает один из наиболее полных комплексов услуг по работе с международными ценными бумагами и осуществляет за год расчеты по более чем 114 млн. сделок. Стоимость активов, которые находятся на хранении в Clearstream, составляет около 10,9 трлн. евро.

Листинг на Франкфуртской фондовой бирже

Листинг на Франкфуртской фондовой бирже позволяет воспользоваться всеми преимуществами комплексного пакета услуг для успешного размещения. Здесь приводится информация о возможностях и перспективах, которые может дать выход на биржу и статус публичной компании, а также об услугах, которые предлагает Deutsche Börse в качестве компетентного партнера на рынке капитала.

В Европе существуют две возможности выхода на рынки капиталов: рынки, регулируемые ЕС (Официальные рынки), и рынки, регулируемые непосредственно самими биржами (Неофициальные регулируемые рынки).



Финансирование посредством собственного капитала на Deutsche Börse

На Deutsche Börse компании, ценные бумаги которых торгуются на Регулируемом Рынке (рынке, регулируемом ЕС), могут быть допущены в General Standard или Prime Standard, сегмент с еще более высокими требованиями к прозрач-

ности. Удовлетворяя самым высоким европейским требованиям к прозрачности, эмитенты в Prime Standard привлекают больше внимания международных инвесторов.

На Open Market (рынке, регулируемом непосредственно самой биржей) компании могут быть допущены в Entry Standard при условии,

что они отвечают дополнительным требованиям к прозрачности. При помощи Entry Standard биржа использует открытые ей возможности для создания простого, быстрого и низкочастотного способа включения акций в биржевые торги, который особенно подходит компаниям малого и среднего бизнеса.

Высокий уровень прозрачности и известность компании среди инвесторов достигает-

ся посредством индексов и групп компаний-аналогов: биржа, предлагающая множество различных индексов, является ключевым фактором успеха компании, планирующей провести первое публичное предложение (IPO). Deutsche Börse предлагает более 100 индексов, привлекающих внимание инвесторов и способствующих отчетам аналитиков.



Финансирование посредством заемного капитала на Deutsche Börse:

Помимо уже широко известных способов финансирования посредством собственного капитала и банковских кредитов можно также выбрать способ привлечения капитала через облигации. Deutsche Börse предлагает международным компаниям новые перспективы: привлечение заемного капитала посредством выпуска облигаций.

Листинг облигаций обеспечивает допуск к пулу международных институциональных и частных инвесторов, а также позволяет позиционировать свою компанию на рынке капиталов.

Entry Standard для корпоративных облигаций

С введением сегмента Entry Standard для корпоративных облигаций Deutsche Börse провела расширение прежнего Entry Standard для акций и, таким образом, обеспечила предприятиям возможность привлечения заемного капитала. Такие формальные требования как размер и сектор деятельности компании, а также объем эмиссии облигаций, отсутствуют. Выпуск облигаций может быть проведен как уже размещенными компаниями,

так и еще не вышедшими на биржу, т.е. частными предприятиями.

Преимущества этого способа финансирования за счёт заёмного капитала очевидны: предприниматели сохраняют право голоса и прежнюю юридическую форму компании – что, по большому счёту, означает «временный выход на биржу».

Перед выпуском компании публикуют заверенный проспект эмиссии, краткий профиль компании с актуальной информацией о корпоративных облигациях, корпоративным календарем и утвержденным аудированным финансовым отчетом на своей интернет-странице. Если ценные бумаги компании еще не допущены к торгам на Регулируемом Рынке Франкфуртской фондовой биржи, то кроме указанных требований дополнительно должны быть предоставлены балансовые показатели предприятия и утвержденный рейтинг эмитента, составленный одним из признанных Deutsche Börse рейтинговых агентств.

Prime Standard для корпоративных облигаций

Для более крупных компаний с соответствующим большим объемом эмиссии Deutsche Börse

предлагает Prime Standard для корпоративных облигаций. Этот сегмент предназначен как для уже размещенных, так и для еще не вышедших на биржу компаний, планирующих эмиссию в объеме более 100 млн. евро и имеющих годовой оборот более 300 млн. евро.

Принятие компаний в Prime Standard для корпоративных облигаций возможно посредством допуска в Регулируемый Рынок или включения в Open Market на Франкфуртской фондовой бирже. Вне зависимости от того, какой способ допуска выбран, должны быть выполнены следующие общие требования:

- проверенный консолидированный финансовый отчет и отчет руководства в соответствии с международными (МСФО) или национальными стандартами финансовой отчетности (ОППБУ)
- краткий профиль компании, включая данные об облигациях
- заверенный проспект эмиссии
- рейтинг эмитента и предоставление 24 ключевых показателей (в случае если ценные бумаги компании уже котируются в General или Prime Standard Франк-

фуртской фондовой биржи, рейтинг эмитента предоставлять не нужно. Если договорные обязательства были установлены, информация о них должна быть включена в краткий профиль компании).

В Prime Standard к эмитентам предъявляются более высокие требования к прозрачности, чем в Entry Standard. Они включают публикацию годовых и полугодовых отчетов, промежуточных отчетов руководства компании (после первого и третьего кварталов), актуальный краткий профиль компании, годовой рейтинг эмитента, 24 ключевых показателя, а также публикацию и распространение важных новостей компании. Дополнительная прозрачность обеспечивается посредством аналитической конференции, проводимой раз в год для инвесторов.

Не важно, какой из рыночных сегментов выберет украинский эмитент, в любом случае, он может быть уверен, что его ожидает выгодный в отношении цены процесс листинга и ликвидная торговля в соответствующем сегменте.

Обзор различных возможностей финансирования: акции – облигации – банковские кредиты

Акции	Облигации	Банковские кредиты
<ul style="list-style-type: none"> ■ отсутствие обязательств по погашению ■ право участия в управлении компанией ■ отсутствие срока действия ■ возможно распределение дохода в виде дивидендов 	<ul style="list-style-type: none"> ■ независимость от банков на основе смешанной структуры инвесторов ■ фиксированный срок действия ■ отсутствие права участия в управлении компанией ■ возможности покупки и продажи для инвесторов ■ открытый доступ к приобретению ■ возможность приобретения сотрудниками компании 	<ul style="list-style-type: none"> ■ зависимость от кредитора ■ кредитор может в любой момент потребовать возврата долга ■ право участия в управлении компанией ■ возможна передача кредита ■ фиксированная цель использования кредита

Беспрецедентный пакет услуг и низкие затраты:

Компании, выбирающие Deutsche Börse в качестве листинговой платформы, получают широкий спектр услуг по IPO & IR: от низких взносов и выгодной стоимости привлечения капитала до доступа к сети специалистов в области рынка капитала – листинг-партнеров Deutsche Börse. Deutsche Börse является важным связующим звеном между эмитентами и рынком капитала – не только перед и в течение процесса IPO, но и после того, как листинг было успешно проведен.

Высокая ликвидность, лучшая оценка, низкая стоимость привлечения капитала, высокая прозрачность на рынке капитала и внимание международных инвесторов, также как и относительно простая и быстрая процедура листинга, позволяют Deutsche Börse организовать один из самых эффективных международных рынков капитала.

Deutsche Börse оказывает Вам личную поддержку в процессе Вашего первичного публичного размещения (IPO). Наши менеджеры по работе с ключевыми клиентами будут рады помочь Вам и ответят на любые Ваши вопросы. Дальнейшую информацию Вы найдете на нашем официальном сайте:

www.deutsche-boerse.com

Горячая линия отдела по работе с эмитентами:

Тел.: +49-(0) 69-2 11-1 88 88

Факс: +49-(0) 69-2 11-1 43 33



Антон ЗИНЧУК

Ассоциированный партнер практики инвестиционного консалтинга, Юридическая фирма ILF



Шимон УРБАНСКИ

Глава департамента, WDM Autoryzowany Doradca Sp. z o.o.

3.2. Warsaw Stock Exchange & New Connect

По итогам 2011 года Варшавской фондовой бирже окончательно удалось утвердиться в качестве главной площадки для привлечения капитала отечественными компаниями. Именно здесь в прошлом году были проведены все 6 украинских размещений. Из них 5 дебютных (Industrial Milk Company, KSG Agro, Westa ISIC S.A., Ovostar Union, Coal Energy S.A.) и одно вторичное (Kernel). В результате этих размещений в развитие бизнеса были привлечены инвестиции в размере 370 млн. дол. США. По данным биржи в 2012 году ожидается как минимум 5 IPO украинских компаний из добывающей и топливной промышленности, а также сельского хозяйства.

О бирже

Варшавская фондовая биржа (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA) была создана 12 апреля 1991 года, а уже 16 апреля стартовали первые торги. Основным акционером биржи, начиная со дня ее основания, является Государственное казначейство Республики Польша.

Биржа изначально формировалась как современная площадка по торговле фондовыми инструментами, с использованием электронной системы торгов, что послужило основой для ее успешного роста.

Ключевое значение для увеличения объемов торгов на бирже и расширения возможностей компаний по привлечению инвестиций сыграла пенсионная реформа, проведенная в Польше в 1999 году. В результате этой реформы сформировался пул профессиональных институциональных инвесторов, пенсионных фондов, которые готовы были инвестировать пенсионные средства в развитие бизнеса. В 2004 году Польша становится членом ЕС, что

открыло доступ к бирже иностранных инвесторов, а также способствовало внедрению европейских стандартов организации и регулирования биржевой торговли.

Благодаря этому, а также реализации эффективной стратегии развития, Варшавская фондовая биржа (ВФБ) является на сегодняшний день ведущей площадкой Центральной и Восточной Европы, а также одним из ключевых игроков мирового фондового рынка. Биржевые торги осуществляются на 3-х площадках: основной (Main List) и 2-х альтернативных – NewConnect (площадка для небольших компаний и start-up) и Catalyst (площадка для обращения облигаций).

В 2011 году 47% всех мировых IPO было проведено именно в Варшаве (203 дебюта), а капитализация рынка составила порядка 109 миллиардов евро. Таким образом, по результатам 2011 года Варшавская фондовая биржа заняла первое место по числу IPO и третье место по объему IPO¹.

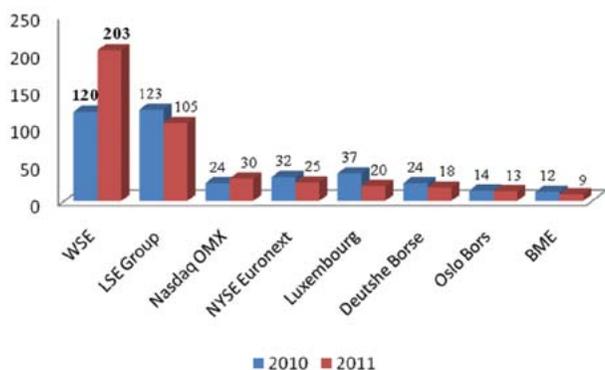


Рис. 3. Количество IPO за 2010-2011 гг.

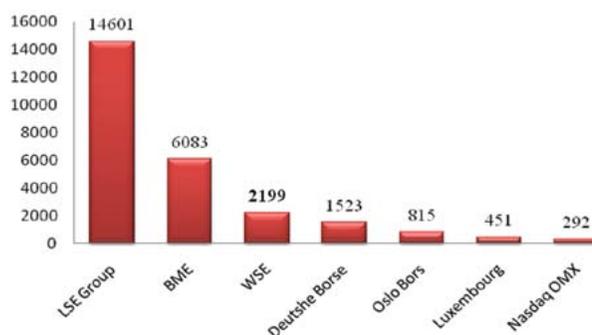


Рис. 4. Объем размещений по итогам 2011 г.

¹ См. FESE, сентябрь 2011, Pricewaterhouse Coopers IPO Watch 2011, регулируемые и альтернативные рынки

**биржевое финансирование
частные инвестиции**

прединвестиционная подготовка
due diligence
реструктуризация бизнеса
инкорпорация
налоговое планирование
защита активов



лучшее решение

юридическая фирма ILF
www.ilf-ua.com



По состоянию на 13 марта 2012 года в листинге ВФБ находится почти 800 компаний: 427 на основной площадке и 367 на NewConnect.

Украинские компании на ВФБ

На протяжении последних лет, Варшавская биржа является основной площадкой для размещения украинских компаний. При этом с каждым годом количество отечественных бизнесов, выбирающих именно эту площадку для размещения своих акций, возрастает. При этом если раньше подчеркивалось, что Варшава привлекательна только для украинских аграриев, то на сегодняшний день это утверждение утратило свою актуальность. Опыт последних 2-х лет показал, что инвесторам интересно не только отечественное сельское хозяйство, но и угольная, пищевая промышленность, а также энергетические технологии. Более того, по прогнозам инвестиционных аналитиков, в этом году количество секторов украинской экономики, представленных на Варшавской фондовой бирже, увеличится за счет представителей фармацевтики, ритейла, а также услуг в сфере спорта.

Существует несколько причин приверженности отечественных эмитентов Варшавской фондовой бирже. Во-первых, в условиях недостаточно развитого национального фондового рынка, Варшава является самым близким для Украины мировым центром инвестиций, как территориально, так и ментально. Это изначально создает кредит доверия среди польских инвесторов к украинским компаниям, поскольку они понимают, каким образом функционирует их бизнес. Во-вторых, успешные истории размещений таких компаний как Astarta и Kernel способствовали повышению внимания к украинским ценным бумагам не только среди польских инвесторов, но и инвесторов из других стран, которые сотрудничают с биржей. Пул инвесторов Варшавской фондовой биржи на 48% состоит из иностранных инвесторов из других стран Европы, Азии и США. В-третьих, требования ВФБ к эмитентам более лояльны, чем требования других ведущих мировых площадок, что делает ее доступной не только для крупных, но и средних украинских компаний, а в некоторых случаях даже для небольших предприятий.

На сегодняшний день в листинге ВФБ находятся финансовые инструменты 11 украинских компаний: 10 – на основной площадке и 1 – на NewConnect.

Размещение на основной площадке

Основная площадка (Main List) предназначена для крупных и средних компаний, которые обладают бизнес-историей хотя бы в несколько лет. При этом не существует четких критериев относительно того, сколько должна проработать компания на рынке, чтобы иметь возможность провести первичное размещение (IPO) на этой площадке. Готовность компании к размещению на основной площадке определяется в первую очередь стоимостью ее бизнеса, потенциалом развития и готовностью к прозрачной работе. Длительность существования – это неосновной критерий, который служит формальной гарантией для инвесторов стабильности эмитента.

Кроме вышеперечисленного, существуют также другие требования, которые предъявляются к эмитентам для размещения на Основной площадке ВФБ:

Капитализация (стоимость) бизнеса

Минимальная капитализация компании должна составлять не менее 15 млн. евро. Однако из этого требования существует исключение. В частности, к размещению может быть допущена компания с капитализацией от 12 млн. евро, если она соответствует одному из нижеперечисленных критериев:

- ✓ В течение последних 6 месяцев акции хотя бы одного выпуска такой компании торговались на каком-либо другом организованном рынке (фондовой бирже).
- ✓ В течение последних 6 месяцев акции хотя бы одного выпуска такой компании торговались на альтернативной торговой площадке ВФБ – NewConnect.

Оборотоспособность акций

Акции компании, которые предлагаются к размещению, должны обладать неограниченной оборотоспособностью. Это требование призвано защитить интересы инвесторов, которые будут приобретать акции компании от притязаний третьих лиц, которые по каким-либо правовым основаниям могут иметь преимущественное право на приобретение таких акций. Гарантией соблюдения этого требования может быть привлечение к процессу размещения независимого юридического советника, который обеспечит его соблюдение путем предоставления рекомендаций относительно содержания устава компании-эмитента или

его подготовки в необходимой редакции, а также выявления и устранения рисков по акциям, связанных с обязательствами эмитента.

Активность компании

Компания, которая планирует провести IPO на основной площадке ВФБ не должна находиться в процессе ликвидации или процедуре банкротства.

Наличие проспекта эмиссии акций

У компании есть подготовленный на английском языке проспект эмиссии. При этом к нему прилагается краткое резюме на польском языке.

Проспект должен быть утвержден органом любого из государств ЕС, осуществляющим регулирование рынка капитала. В данном случае действует правило «единого паспорта», поскольку законодательство государств ЕС в отношении подготовки проспектов эмиссий унифицировано². В Польше функции государственного регулятора рынка капитала осуществляет Комиссия по финансовому надзору (Komisja Nadzoru Finansowego).

Для ознакомления инвесторов проспект эмиссии должен быть доступен до начала размещения.

Подготовкой проспекта эмиссии акций занимается lead-менеджер проекта – инвестиционная компания (банк) или брокерский дом.

Наличие аудированной отчетности по МСФО за последние 3 года

Компания для размещения своих акций на бирже обязана предоставить подтвержденную независимым аудитором отчетность по МСФО за последние 3 финансовых года.

Дисперсия (free-float)

Акционерам компании, каждый из которых обладает не более 5% голосов на общем собрании акционеров (миноритарным акционерам), принадлежат:

- ✓ не менее 15% акций компании-эмитента, которые указаны в заявлении на допуск к торгам;
- ✓ не менее 100 000 акций общей стоимостью не менее 1 млн. евро, которые указаны в заявлении на допуск к торгам.

Размещение на бирже – индивидуальный процесс. Однако существуют этапы разме-

щения, которые проходит практически каждая компания:

1. Принятие акционерами эмитента решения о проведении размещения на Основной площадке ВФБ.
2. Привлечение финансового консультанта (lead-менеджера) для организации процесса размещения и формирования команды консультантов: аудиторы, юристы, эксперты в сфере PR и IR и др. (при необходимости).
3. Проведение правового и налогового аудитов компании-эмитента. Главной целью этих процедур является создание основы для формирования lead-менеджером оценки стоимости бизнеса, а также определения степени его готовности к размещению. Достаточно часто, в результате проведения правового и налогового аудитов, проводится корпоративная реструктуризация компании-эмитента (для формирования четкой и понятной инвестору структуры управления бизнесом) и приведение ее системы отчетности в соответствие с МСФО. Кроме того, результаты этих аудитов дают возможность выявить и своевременно устранить или минимизировать риски, которые в будущем могут привести к уменьшению рыночной стоимости компании и возможностей по дальнейшему привлечению средств на рынке капитала.
4. Подготовка, утверждение и публикация проспекта эмиссии ценных бумаг³.
5. Проведение road-show эмитента. Эта процедура предполагает проведение ряда мероприятий, направленных на формирование публичности компании-эмитента и спроса на ее фондовые инструменты среди потенциальных инвесторов. Проведение road-show является одной из основных задач lead-менеджера проекта. Однако для его планирования и организации достаточно часто привлекаются профессиональные консультанты в сфере PR.
6. Проведение публичного размещения акций среди инвесторов. Для целей проведения размещения компании-эмитенту необходимо предварительно осуществить увеличение уставного капитала. За счет этого образуются дополнительные акции, которые и будут предлагаться к покупке инвесторам.

² Согласно Директиве ЕС о проспектах эмиссии (Directive (2003/71/EC) on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading), принятой в 2003 году, были введены единые правила для подготовки проспектов эмиссии, которые действуют на территории всех государств ЕС.

³ Более детально см. требование 4 к эмитентам для размещения на основной площадке ВФБ.

Однако, практика украинских IPO показывает, что компания-эмитент создается в рамках подготовки к размещению, и не имеет длительной истории существования (так называемая «SPV» - Special Purpose Vehicle). Поэтому механизм увеличения уставного капитала для выпуска акций под размещение не является оптимальным, поскольку необходимо будет совершать 2 действия: собственно создание компании и увеличение уставного капитала. При использовании SPV этого можно избежать путем создания такой компании с уставным капиталом, который изначально включает количество акций необходимых для размещения. В таком случае уставной капитал (registered capital) будет состоять из 2-частей:

- выпущенный капитал (issued capital): часть заявленного уставного капитала, которую собственники компании-эмитента оплачивают в процессе ее создания;
- невыпущенный капитал (unissued capital): часть заявленного уставного капитала, которая не оплачивается собственниками компании при ее создании, а будет оплачена инвесторами по итогам IPO.

7. Депонирование и регистрация акций в депозитарии ценных бумаг. Если акции компании существуют в документарной форме (к примеру, если эмитентом является публичная компания, зарегистрированная на Кипре), то предварительно проводится их дематериализация.

8. Подача заявки на Варшавскую фондовую биржу о допуске акций к биржевым торгам.

9. Начало торгов акциями на бирже.

Сроки подготовки компании к размещению на Main List Варшавской фондовой биржи могут варьироваться от 6 - 7 месяцев и до 1-2 лет, что зависит от текущей структуры и состояния бизнеса, а также готовности его собственников к работе на регулируемом рынке. Расходы на организацию и проведение размещения могут составить от 5,6 до 11% от суммы полученного биржевого финансирования. При этом, чем больше инвестиций получает компания, тем меньшую долю этих инвестиций занимают расходы.

Размещение на NewConnect

NewConnect – является альтернативной торговой площадкой Варшавской фондовой биржи, предназначенной для «молодых» ин-

новационных компаний и start-up с высоким потенциалом роста. Площадка начала свою работу в августе 2007 года. На сегодняшний день на NewConnect торгуются акции более 350 компаний из различных стран мира. Среди украинских компаний на этой площадке пока только одна – Группа компаний «Агролига», которой удалось привлечь около 1 млн. евро инвестиций в результате частного размещения 16,67% своих акций. Достаточно высока вероятность, что летом этого года на NewConnect появится еще одна группа сельскохозяйственных компаний из Украины. Ориентировочная сумма ее размещения планируется на уровне 2 млн. евро.

Следует подчеркнуть, что, по сути, NewConnect Варшавской фондовой биржи является единственной площадкой, которая готова принять небольшие украинские компании, и составить конкуренцию долговым инструментам финансирования, которые так «популярны» в Украине. Альтернативные площадки других ведущих бирж пока что недостижимы для небольшого украинского бизнеса в виду достаточно высоких требований.

Помимо готовности работать с небольшими компаниями, NewConnect отличается незначительными сроками (по сравнению с основной площадкой) для подготовки и проведения размещения (4-9 месяцев) и очень лояльными требованиями к своим эмитентам. В частности, компания, которая планирует провести размещение на этой площадке, должна соответствовать таким требованиям:

- акции компании должны обладать неограниченной оборотоспособностью;
- компания не должна находиться в процессе ликвидации или процедуре банкротства;
- у компании есть подготовленный информационный документ, который утвержден авторизованным советником биржи;
- наличие аудированной отчетности по МСФО за последний год.

Формальных требований относительно капитализации компаний, которые могут проводить размещение на NewConnect, нет. Однако, учитывая объем расходов на организацию и проведение размещения, капитализация (стоимость) украинской компании для размещения должна быть не менее 6-8 млн. евро.

Компании-эмитенты могут воспользоваться на NewConnect, в отличие от Main List, одним из 2-х альтернативных способов привлечения инвестиций: проведение публичного размещения (IPO) или проведение частного размещения (Private Placement). На основной площадке биржи компании могут проводить только публичное размещение своих фондовых инструментов.

Процедура размещения на альтернативной площадке в основном похожа на процедуру на основной площадке, однако при проведении Private Placement есть определенные особенности. Так, информационный документ, являющийся своеобразным аналогом проспекта эмиссии на основной площадке, не подлежит утверждению государственным регулятором рынка капитала. Его готовит и утверждает авторизованный советник: инвестиционная компания, брокерский дом, юридическая или аудиторская фирма, которые сопровождают процесс размещения и получили на бирже статус авторизи-

рованного советника. Перечень сертифицированных авторизованных советников доступен на веб-сайте альтернативной площадки⁴.

Стоимость расходов на размещение на NewConnect, как и на Main List, варьируется и составляет от 3 до 10% от суммы привлеченных инвестиций.

Особое внимание следует обратить на то, что NewConnect – это не только площадка для привлечения инвестиций малым бизнесом, но и возможность получить доступ к пулу инвесторов основной площадки биржи на льготных условиях. Так, компании, которые переходят с NewConnect на Main List, получают ряд льгот, которые упрощают выход на основную площадку (например, требования к минимальной капитализации бизнеса).

Кроме того, наличие успешной истории листинга компании на NewConnect может создать дополнительную стоимость для ее акций при последующем переходе в «высшую лигу».



⁴ См. <http://www.newconnect.pl/index.php?page=1199>



Джон ЭДВАРДС

Заместитель директора. Первичные рынки капитала, London Stock Exchange

Телефон: +44 (0) 20 7797 1599, jedwards@londonstockexchange.com

Максим КОНДРАТЮК

Менеджер по развитию бизнеса – Россия, СНГ и Монголия

Телефон: +44 (0) 20 7797 4305, mkondratjuks@londonstockexchange.com

Аюна НЕЧАЕВА

Менеджер по развитию бизнеса – Россия, СНГ и Монголия

Телефон: +44 (0) 20 7797 4386, anechaeva@londonstockexchange.com

3.3. London Stock Exchange & AIM

Лондонская фондовая биржа (LSE) всемерно поддерживает стремление компаний из Украины и других стран мира получить доступ к капиталу, обрести ликвидность и повысить свой статус на лондонских рынках.

С тех пор как Regal Petroleum – первая компания из Украины – успешно разместилась на Лондонской фондовой бирже в 2002 году, множество других компаний из этого региона пришло на наши площадки.

28 июня 2011 года украинско-польская компания Continental Farmers Group – одна из быстрорастущих компаний представляющая агробизнес и разместившая свои акции на рынке AIM – стала 14-ой компанией на Лондонской фондовой бирже представляющей Украину.

Сегодня LSE является приоритетной площадкой для большинства украинских компаний и имеет множество несомненных преимуществ:

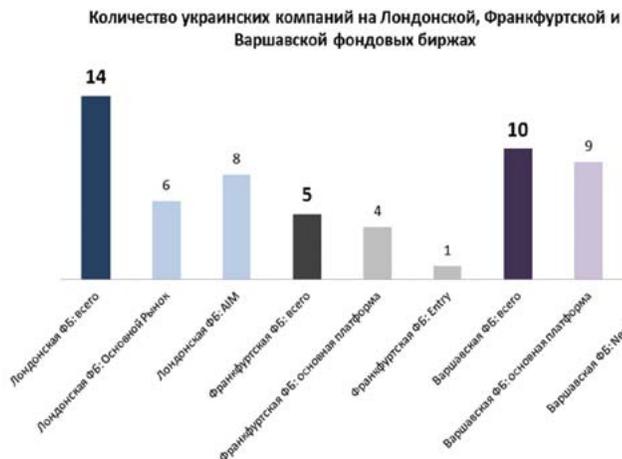
- Доступ к многочисленным источникам международного капитала: Лондонская фондовая биржа предлагает компаниям возможность получить доступ к капиталу международного финансового сообщества и расширить свою существующую базу инвесторов.
- Гибкость в выборе ценных бумаг для листинга: Лондонская фондовая биржа осуществляет листинг и торги для всех видов акций или депозитарных расписок, что позволяет как большим, так и маленьким компаниям привлекать капитал.
- Улучшение профиля компаний: Листинг на Лондонской фондовой бирже способствует более широкому признанию компании, как внутри страны, так и на международном рынке.
- Потенциально более высокая оценка компаний: В качестве признанной платформы для международного инвестиционного сообщества листинг на Лондонской фондовой бирже предлагает потенциально улучшенную оценку компании. Так как Лондонская фондовая биржа также предлагает компаниям из СНГ большее число сопоставимых компаний, это упрощает задачу инвесторов по анализу новой компании и обеспечивает наличие более широкого ряда сопоставимых компаний для сравнительного анализа.
- Доверие инвесторов: Листинг на Лондонской фондовой бирже формирует доверие инвесторов благодаря наличию установленных требований по раскрытию информации.
- Широкий аналитический охват: Листинг на Лондонской фондовой бирже обеспечивает широкое аналитическое покрытие специалистами по отдельным странам и отраслям; это играет важную роль в обеспечении признания компании международным инвестиционным сообществом.
- Глубокое знание сектора: Листинг на Лондонской фондовой бирже обеспечивает доступ инвесторам с глубоким знанием компаний и секторов. Сама биржа выступает в роли платформы для размещения для более широкого ряда секторов по сравнению с другими биржами, а также для большого количества сопоставимых компаний.
- Зарегистрированные ценные бумаги: Листинг на Лондонской фондовой бирже предоставляет компании ликвид-

ные валютные средства для будущих приобретений, вознаграждения менеджмента и других целей.

- Гибкий подход к регулированию и прямой доступ к регулирующим органам: У Лондонской фондовой биржи строгие регулятивные нормы, которые в то же время являются достаточно гибкими,

что позволяет применять ее правила, учитывая особенности каждого конкретного случая.

- Умеренные расходы и стоимость листинга: Стоимость листинга и расходы, связанные с услугами Лондонской фондовой биржи, конкурентоспособны по сравнению с другими фондовыми биржами.



Источник: Dealogic; Bloomberg



Источник: Лондонская фондовая биржа

О привлекательности Лондона в качестве платформы для листинга свидетельствует большое число компаний из Украины на Лондонской фондовой бирже.

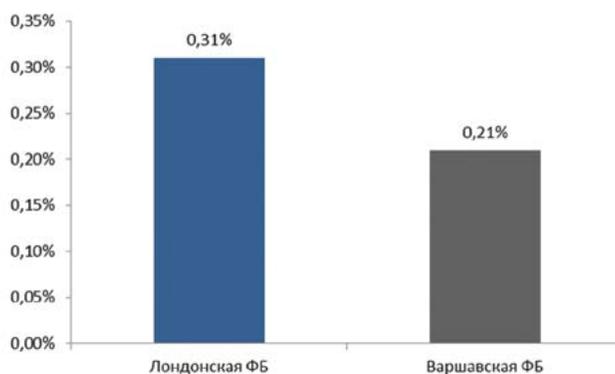
Название компании	Сектор	Привлечено капитала через IPO, USD млн
1. Aisi Realty Public	Инвестиции в недвижимость и сопутствующие услуги	33
2. Continental Farmers Group	Производитель продуктов питания	24
3. Dragon Ukrainian Properties & Development Plc	Инвестиции в недвижимость и сопутствующие услуги	208
4. KDD Group	Инвестиции в недвижимость и сопутствующие услуги	148
5. Nostra Terra Oil and Gas Company	Нефтегазодобывающая компания	7
6. Regal Petroleum	Нефтегазодобывающая компания	16
7. Ukrproduct	Производитель продуктов питания	11
8. XXI Century Investments Public	Инвестиции в недвижимость и сопутствующие услуги	137
9. Cadogan Petroleum	Нефтегазодобывающая компания	298
10. Ferrexpo	Промышленные металлы и горнодобывающий сектор	450
11. JKC Oil and Gas Plc	Нефтегазодобывающая компания	41
12. AvangardCo Investments	Производитель продуктов питания	188
13. MHP	Производитель продуктов питания	371
14. Ukraine Opportunity Trust	Фонд	85

Источник: Лондонская фондовая биржа

В дополнение к украинским компаниям, Лондонская фондовая биржа также закрепила за собой позицию главной площадки для привлечения капитала компаниями из других стран СНГ. Всего, 112 компаний из стран СНГ пришли на LSE и в сумме привлекли \$60.9 млрд.

В 2011 году объем торгов акциями и расписками компаний из стран СНГ составил 16% от общего объема торгов на Лондонской фондовой бирже. Ежедневный объем торгов акциями и расписками украинских компаний на LSE равен \$9,094,178 (средний дневной объем торгов за последние 6 месяцев).

Приведенный ниже график показывает среднюю ликвидность украинских компаний на зарубежных фондовых рынках. Среднедневная оборачиваемость (%) показывает, какой процент от общей рыночной капитализации компании в свободном обращении торгуется ежедневно.



Источник: Bloomberg

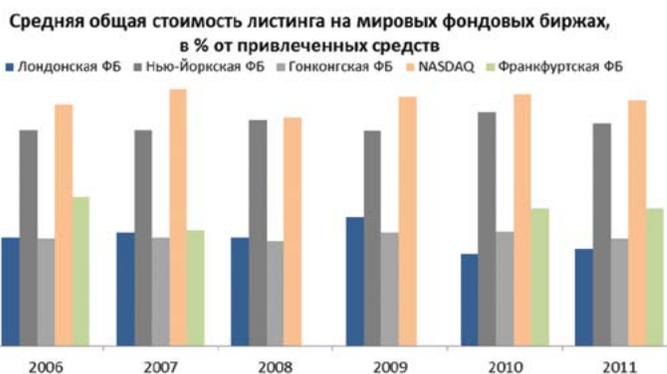
LSE предлагает компаниям два основных рынка для привлечения капитала - Основной рынок и Рынок AIM. Большие суммы капитала, привлеченные компаниями из СНГ на этих рынках, и огромные объемы торгов бумагами эмитентов из СНГ являются неоспоримым доказательством доверия инвесторов и брокеров к LSE и к компаниям, представленным у нас.

Основной рынок Лондонской фондовой биржи – это лидирующий рынок для уже сложившихся больших компаний во всех секторах экономики. В настоящий момент 67 компаний из СНГ имеют листинг на Основном рынке Лондонской фондовой биржи. Среди них такие Украинские компании как Мироновский Хлебопродукт, Авангард и Ferrexpro (которая состоит в серии индексов FTSE UK). Участие в одном из индексов серии FTSE UK способствует повышению ликвидности компании с помощью привлечения глобальных пассивных инвесторов.

Рынок AIM – на данной площадке компании малого и среднего бизнеса из СНГ также нашли свою нишу на Лондонской фондовой бирже. На рынке AIM в настоящее время торгуется 45 компаний с активами и операциями в регионе СНГ. Такие Украинские компании как Укрпродукт, Continental Farmers Group, XXI Century Investments и Regal Petroleum выбрали рынок AIM для проведения IPO.

Компании приходят на AIM, чтобы получить доступ к обширным средствам инвестиционных фондов, доступных для быстрорастущих компаний из разных секторов экономики. Украинские компании на этом рынке получили возможность не только привлечь существенные средства в момент проведения IPO (суммарно привлекли \$584 млн.), но и во время дополнительных эмиссий (суммарно привлекли \$630 млн.). Возможность привлечь дополнительные средства на развитие своего растущего бизнеса существенно выделяет AIM от остальных Европейских рынков. Бизнесы со всего мира приходят на рынок AIM, потому что он дает маленьким компаниям возможность привлечь относительно небольшие суммы средств от известных, преимущественно институциональных инвесторов. Компании имеют также возможность войти в престижную серию индексов FTSE AIM, привлекая дополнительных инвесторов.

В то время, как средняя рыночная капитализация компаний из СНГ, зарегистрированных на Основном рынке, составляет 4.2 млрд. долларов США⁵, и в среднем они привлекли \$975 млн., средняя рыночная капитализация компаний СНГ на AIM равна 95,5 млн. долларов США, и средний объем привлеченных средств



Источник: Dealogic

при IPO равен \$64,3 млн. Это подтверждает тот факт, что AIM является идеальным рынком для небольших быстрорастущих и более молодых компаний.

Несмотря на все преимущества лидирующего международного рынка капитала, стоимость привлечения средств в Лондоне остается умеренной и более низкой в сравнении с другими международными финансовыми центрами.

Требования к листингу в Лондоне:

Регулирующие и законодательные требования, которые применяются регулирующим органом

⁵ среднее значение не включает в себя гигантов - Газпром, Лукойл, Роснефть.

ко всем компаниям, которые хотят зарегистрироваться на Лондонской фондовой бирже, являются необходимыми условиями для листинга акций украинских компаний на Лондонской фондовой бирже. Кроме этого, акционерные общества должны учитывать те аспекты, которые способствуют увеличению привлекательности компании для инвестиционного сообщества. Международные инвесторы предпочитают компании, котируемые на глобально признанных биржах, например, Лондонской фондовой бирже, так как они гарантируют соблюдение международных стандартов раскрытия информации, бухгалтерского учета и правильного отражения результатов деятельности компании. Прозрачность также имеет ключевое значение, особенно для компаний,

осуществляющих деятельность на развивающихся рынках.

Минимальные требования для стандартного листинга на Лондонской фондовой бирже не строже, чем на других европейских биржах, но практика показывает, что инвесторы готовы платить больше за компании с высокими стандартами прозрачности и раскрытия. Поэтому многие компании на нашей бирже проводят дополнительную работу по информационному раскрытию и корпоративному управлению для того, чтобы получить более высокую оценку акций.

Международные инвесторы также обращают внимание на компании, которые обладают особыми достоинствами, привлекательными перспективами развития и опытным руководством.

Требования для листинга в Лондоне: сравнение с другими зарубежными биржами

	Лондонская фондовая биржа - OP	Лондонская фондовая биржа - AIM	Варшавская фондовая биржа	Франкфуртская фондовая биржа
Корпоративное управление	Разрешается использовать местный кодекс корпоративного управления	Разрешается использовать местный кодекс корпоративного управления	Кодекс передовой практики Варшавской ФБ	Кодекс корпоративного управления Германии для эмитентов, зарегистрированных в Германии
Минимальная рыночная капитализация компании при допуске	\$1,2 млн.	Нет	\$10 млн.	\$1,6 млн.
Кол-во акций в публичном владении	25%	Разные критерии в зависимости от размера компании	25%	25%
Стандарт бухгалтерского учета	МСФО или эквивалент [местные GAAP на PSM]	GAAP США или МСФО	МСФО или эквивалент	МСФО или эквивалент
Отчетность	Заверенная аудитором отчетность за 3 года (или за более короткий срок деятельности компании)	Заверенная аудитором отчетность за 3 года (или за более короткий срок деятельности компании)	Заверенная аудитором отчетность за 3 года (или за более короткий срок деятельности компании)	Заверенная аудитором отчетность за 3 года
Справка об оборотном капитале	Не требуется	Справка о движении денежных средств	Не требуется	Не требуется
Спонсор	Не требуется	Советник по соблюдению нормативных требований	Не требуется	Агент по листингу
Вознаграждение	Применяется кодекс корпоративного управления	Применяется кодекс корпоративного управления	Применяется кодекс корпоративного управления	Применяется кодекс корпоративного управления
Отчеты	Годовые	Квартальные Промежуточные Годовые	Квартальные Полугодовые Годовые	Полугодовые Годовые Конференция для инвесторов
Компетентный орган	UKLA	Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам	PFSA	BaFIN
Инсайдерская информация	Инсайдерская информация должна незамедлительно доводиться до сведения рынка			

Источник: CMS guide to Equity Markets in Europe; E&Y - Comparing Global Exchanges

Возможности для компаний из Украины в Лондоне:

Лондонская фондовая биржа считает своим долгом поддерживать стремление компаний из СНГ и других международных компаний, желающих получить доступ к капиталу, ликвидности и международному статусу на наших площадках. Надеемся, что это краткое описание листинга на Лондонской фондовой бирже окажется для Вас полезным, и искренне желаем Вам успешного вывода Вашей компании на рынок, а также дальнейшего динамичного развития ее в качестве публичной компании.

Информация на английском и русском языках доступна здесь: www.russianipo.com



Дженни РОСБЕРГ

Старший вице-президент группы по работе с корпоративными клиентами, NASDAQ OMX Europe

3.4. NASDAQ OMX

Присоединяйтесь к семье мировых лидеров

NASDAQ OMX имеет доказанный послужной список, свидетельствующий о высоких результатах. Независимо от того, сравниваете ли Вы наши показатели с данными прошлого года или с данными сорокалетней давности - мы остаемся лидерами. Оценка по нашему рынку в сочетании с высокой ликвидностью в сегментах всех размеров, а также активное понимание Вашей отрасли, делает NASDAQ OMX естественным выбором для первичного или вторичного листинга.

NASDAQ OMX является одним из самых больших, ликвидных и эффективных рынков ценных бумаг в Европе. Разница между ценой спроса и предложения на NASDAQ OMX меньше, чем на других биржах Европы. Листинг на NASDAQ OMX предоставляет компаниям широкий доступ, как к европейским, так и к международным инвесторам. Инвесторская база сочетает в себе глобальных, скандинавских и местных институциональных инвесторов, а также имеет прочную поддержку в розничном сегменте рынка.

Присоединяйтесь к семье мировых лидеров

Независимо от того, являетесь ли Вы крупной компанией, котирующейся в США, маленьким стартапом в Украине или первоклассной скандинавской компанией, NASDAQ OMX - это Ваш доступ к международным инвесторам и Европейскому рынку. Наши европейские биржи расположены в Стокгольме, Хельсинки, Дании, Рейкьявике и во всех странах Прибалтики. Наша группа бирж включает в себя также американскую фондовую биржу NASDAQ Stock Exchange – крупнейший мировой рынок ценных бумаг.

Почему стоит выбрать листинг на NASDAQ OMX?

В настоящее время компании, стремящиеся разместить свои акции или расширить свою инвесторскую базу, имеют большой выбор. Компаниям больше не нужно проходить листинг исключительно в своей стране, им также не нужно выбирать услуги традиционных финансовых центров для получения доступа к мировым рынкам капитала.

Согласование рыночных правил и регулировок в Европе открыло путь к более эффективным и прозрачным рынкам, а также расширило горизонты перспектив для компаний, желающих инвестировать в рост и инновации. Листинг на NASDAQ OMX обеспечивает доступ к инвесторам по всему миру, высочайшую эффективность торговли и международную узнаваемость.

Компании, котирующиеся на NASDAQ OMX, покрывают широкий спектр индустрий, от розничной торговли до здравоохранения, от финансов до технологий. Хотя компании могут различаться по отраслевой принадлежности и размеру, все они имеют общую цель - эффективно работать и двигать мир вперед. И эти ценности полностью разделяются рынком ценных бумаг, который они выбрали – NASDAQ OMX.

Способность размещать ценные бумаги

NASDAQ OMX обладает доказанной способностью размещения ценных бумаг. Акции, включенные в список NASDAQ OMX, принадлежат местным, региональным и глобальным инвесторам. Наша инвесторская база представляет собой сбалансированное сочетание долгосрочных, краткосрочных и розничных акционеров.

Индексы держат ваши акции в центре внимания. Мы являемся ведущим провайдером мировых индексов, рассчитываем порядка 1600 глобальных индексов. Подход в работе с компаниями, зарегистрированными на NASDAQ OMX, одинаковый независимо от того, где располагается компания. Это означает, что Ваши акции будут иметь право на включение в индекс, что в свою очередь повысит Вашу привлекательность и привлечет внимание институциональных инвесторов.

Присоединяйтесь к мировым лидерам. Листинг на NASDAQ OMX ставит Вас в ряд с самыми известными в мире компаниями и повышает стоимость вашего бренда.

Доступ к глобальным инвесторам

NASDAQ OMX поможет Вам создать свой бренд за счет увеличения популярности

(рейтинговости). В Европе мы имеем двадцатилетний опыт работы по организации информационных кампаний и выездных презентаций для международных инвесторов.

Высокое качество рынка привлекает инвесторов. На фондовой бирже NASDAQ OMX разница между ценой покупки и ценой продажи меньше, чем на остальных Европейских биржах. Это относится как к голубым фишкам, так и к компаниям с малой капитализацией. В сочетании с нашими ведущими технологиями, высокой ликвидностью и лучшим выполнением операций, наша площадка является эффективным местом для торговли акциями.

Высокая оценка

NASDAQ OMX имеет доказанный послужной список, свидетельствующий о высокой производительности. Сравниваете ли Вы наши показатели с данными прошлого года, или с данными сорокалетней давности - мы остаемся лидерами. Оценка по нашему рынку в сочетании с высокой ликвидностью во всех сегментах, а также активное понимание Вашей индустрии, делает NASDAQ OMX естественным выбором для первичного или вторичного листинга.

Мы поможем Вам максимизировать ценность Вашего листинга. NASDAQ OMX обеспечивает технологии для международной деловой коммуникации, чтобы помочь Вам в идентификации целевой аудитории и общении с ней.

Наши решения помогают повысить прозрачность, добиться максимальной эффективности и минимизировать риски.

Крупнейшая глобальная сеть. NASDAQ OMX состоит из 32 офисов по всему миру. Мы поддерживаем деятельность более 70 бирж, клиринговых домов и центральных депозитариев ценных бумаг более чем в 50 странах мира.

Единое место торговли

На фондовой бирже NASDAQ OMX мы придерживаемся европейских стандартов и директив для всех наших европейских реестров. В этом контексте компания попадает в список одной из стран, регулирующихся директивой о рынках финансовых инструментов (MiFID), и торговля происходит под контролем управления по финансовому регулированию и надзору этой страны.

Первичный листинг на NASDAQ OMX в Европе

Размещение на основном рынке обеспечивает максимальную заметность и доступ к глобальным и местным инвесторам. Ведущие

технологии, высокая ликвидность и наилучшее исполнение делают наш рынок эффективным местом для торговли. NASDAQ OMX предлагает уникальный и привлекательный рынок, как для голубых фишек, так и для компаний с малой капитализацией с тем, чтобы стать международным игроком.

В течение 150 лет NASDAQ OMX помогает компаниям увеличивать капитал и развиваться. На сегодняшний день NASDAQ OMX является одной из ведущих биржевых компаний в мире.

Единая глобальная платформа управляет всеми рынками, предоставляя зарегистрированным компаниям доступ к широкому пулу инвесторов. Также NASDAQ OMX предоставляет компаниям доступ к услугам премиум-класса для увеличения стоимости их бизнеса. NASDAQ OMX имеет унифицированные требования к листингу на всех европейских площадках, что в свою очередь упрощает процесс листинга и обеспечивает прозрачность, сопоставимость, и также повышает рейтинг Вашей компании.

Основные требования к листингу:

- финансовая отчетность за три года деятельности компании;
- документально подтвержденный отчет о рентабельности;
- соответствие критериям, касающихся корпоративного управления, состава директоров, финансового контроля, раскрытия информации;
- минимум 500 акционеров;
- минимум 25% акций находящихся в свободном обращении;
- капитализация компании должна составлять минимум 1 миллион евро;
- проспект эмиссии.

Процесс листинга

Если компания хорошо подготовлена, то процесс листинга не займет более 2 - 4 месяцев. Основными факторами, влияющими на время подготовки, являются: количество времени, которое руководство компании может посвятить процессу подготовки, развитость структуры компании и совета директоров, а также практика бухгалтерского учета. Биржа также рекомендует вам воспользоваться услугами финансового консультанта, который поможет Вам в процессе подготовки к листингу, и гарантирует Вам соответствие требований к ликвидности на момент размещения.

Компания, которая планирует подавать заявку на допуск своих акций к обращению на бирже NASDAQ OMX, заключает соглашение с биржей о начале процесса подготовки к листингу.

Следующими ключевыми шагами в подготовке является предоставление проспекта эмиссии, который должен быть одобрен соответствующими органами, а также подача заявления в комитет по листингу NASDAQ OMX. Компании заключают письменное соглашение с биржей о торговле акциями, соблюдением всех правил, принципов и обязательств перед биржей. Весь процесс и документация являются конфиденциальными.

В первый день торгов NASDAQ OMX проводит церемонию открытия для компании совместно с консультантами, на которой главные менеджеры и акционеры наблюдают за открытием и началом торгов.

Вторичный листинг на NASDAQ OMX в Европе

Вторичное размещение на главном рынке NASDAQ OMX помогает компаниям получить дополнительный доступ к широкому пулу инвесторов, увеличить заметность компании, а также привлечь внимание аналитиков, так как акции компании торгуются в едином секторе с конкурентами.

По средствам вторичного листинга компании получают право на включение их в индексы NASDAQ OMX, что в свою очередь предоставляет им доступ к институциональным инвесторам. Компании также могут рассчитывать на ускоренную процедуру допуска к вторичному листингу.

NASDAQ OMX предлагает уникальную альтернативу для компаний, которые хотят стать глобальными игроками на рынке. Благодаря двойному листингу компании получают доступ к инвесторам во всем мире, превосходную эффективность торговли и повышение заметности. Вторичный листинг на NASDAQ OMX делает Вас частью нашей большой семьи и увеличивает внимание инвесторов по всему миру к Вашим акциям.

Преимущества двойного листинга:

Отображая сферу влияния Вашего бизнеса, европейский двойной листинг дает Вам возможность увеличить Вашу базу инвесторов и повысить узнаваемость Вашего бренда:

- ✓ повышение заметности и узнаваемости Вашего бренда;
- ✓ расширение инвесторской базы;

- ✓ право на включение Ваших акций в основные Европейские индексы;
- ✓ более высокая ликвидность и оценка.

Процесс подготовки к вторичному листингу

Процесс подготовки вторичного листинга на NASDAQ OMX может занять от одного до четырех месяцев, в зависимости от того, где проходил Ваш первичный листинг. Если Ваши акции уже котируются на одобренном фондовом рынке, Вы можете воспользоваться Вашим текущим юридическим и аудиторским отчетом, для соответствия ряду наших требований при прохождении листинга.

Европейский рынок роста - First North

NASDAQ OMX First North – это европейский рынок, предназначенный для компаний, делающих первые шаги на финансовом рынке. First North работает параллельно с Основным рынком, но при этом имеет менее жесткие требования, как к листингу, так и к раскрытию информации. First North дает компаниям возможность извлекать выгоду от статуса публичной компании, предлагая простой и более быстрый процесс листинга.

Развитие рынка NASDAQ OMX First North берет свое начало в стремлении создать ликвидный рынок для компаний на ранней стадии развития и дать им возможность развиваться, как в финансовом, так и в естественном отношении.

Мы усердно помогаем компаниям, находящимся в процессе листинга, и все то время, пока акции компании котируются на First North.

Мы работаем совместно с профессиональными консультантами, чтобы стимулировать и поддерживать успех Вашего бизнеса. Листинг на First North может быть как первичным, так и вторичным. Любая компания может стать членом рынка NASDAQ OMX First North независимо от месторасположения или отрасли бизнеса. Ключевым фактором успеха является интерес инвесторов к акциям компании. Скандинавский регион гордится самым большим оборотом розничной торговли в мире на душу населения, с малыми частными и профессиональными инвесторами, которые играют активную роль на рынке.

До начала торговли должно быть подано заявление на Биржу для утверждения.

В целом требования приема следующие:

- ✓ Условия для достаточного спроса и предложения:

- Достаточное количество акционеров;
 - не менее 10 % акций должны находиться в свободном обращении. В особых случаях биржа может счесть это требование выполненным, если компания сохраняет использование услуг оферента ликвидности.
- ✓ Публикация проспекта эмиссии.
 - ✓ Компания на протяжении всего времени должна иметь договор с сертифицированным консультантом.
 - ✓ Компания должна принять и подписать общий порядок и условия допуска к торгам на First North
 - ✓ Компания должна обеспечить соответствующую внутреннюю организацию и иметь необходимых сотрудников с целью соответствия всем требованиям от носительно раскрытия информации

Все компании, желающие присоединиться к рынку First North, должны назначить сертифицированного советника, чья роль будет заключаться в сопровождении компании в процессе листинга. Консультант также обязан оказать поддержку и удостовериться в том, что компания на протяжении продолжительного времени отвечает требованиям, располагающим к тому, чтобы иметь акции, допущенные к торгам на First North. Кроме того, сертифицированный советник обязан постоянно следить за соблюдением компанией правил, установленных First North и сообщать бирже о любых нарушениях.

Повысьте Вашу заметность

Размещение на NASDAQ OMX автоматически дает Вам право на включение Ваших акций в группу наших сегментов, индексов и индустрий. Таким образом, ваша компания позиционируется в конкурентном сравнении и котируется среди компаний равных ей по размеру и профилю.

От индексов зависят объемы торгов, интерес инвесторов и рейтинг вашей компании. NASDAQ OMX является глобальным провайдером индексов, насчитывающих в общей сумме более 1600 индексов, включая акции, облигации и товары потребления. Наши индексы отслеживаются большинством крупных мировых инвесторов.

Принадлежность к индексу упрощает анализ и бенчмаркинг, стимулирует интерес инвесторов, так как организации и управляющие фондов, которые следят за индексами, могут принять решение о включении Ваших акций в свой портфель.

Отраслевая классификация ICB обеспечивает динамическую структуру для бенчмаркинга Ваших акций по сравнению с акциями других компаний в Вашей отрасли. Это ставит Вашу компанию в центр внимания, так как профессиональные инвесторы отслеживают рынок по отраслевой принадлежности. Это также позволяет проанализировать показатели отрасли в целом.

NASDAQ OMX предлагает своим компаниям структуру классификации рыночной капитализации наряду с международными стандартами. При этом мы поддерживаем специально выстроенную модель, помогающую противостоять сильным рыночным колебаниям и, таким образом, поддержать финансовую стабильность своих компаний.

Местонахождение Вашей компании не имеет значения. Пока Ваша компания включена в листинг NASDAQ OMX, она будет входить в наши отраслевые и региональные индексы.

Постройте свой бренд

NASDAQ OMX предлагает свои инструменты и свой талант, чтобы сделать Ваш бренд востребованным товаром. Оставайтесь в поле зрения акционеров, используя наши уникальные и динамичные средства заметности. Помогите Вашей компании ускорить свое продвижение и узнаваемость.

- ✓ Наши каналы обеспечивают ценную и достоверную информацию миллионам наших инвесторов.
- ✓ Наши индексы являются мировыми стандартами с более чем \$500 миллиардными активами
- ✓ Наша совершенная модель рынка является примером для всех электронных бирж мира. 70 бирж в 50 странах используют наши технологии для поддержания и развития своих рынков

Станьте лучшей публичной компанией

NASDAQ OMX предлагает для своих клиентов больше, чем просто листинг и торговлю акциями. Мы также помогаем компаниям соответствовать требованиям рынка с точки зрения заметности, связей с инвесторами, ликвидности и корпоративного управления по средствам широкого спектра дополнительных услуг и продуктов.

NASDAQ OMX предлагает набор уникальных технологических решений, созданных для того, чтобы соответствовать требованиям фондового рынка, коммуникаций с инвесторами и

корпоративной деятельности, которая имеет ключевое значение для любой публичной компании.

Наши услуги помогают компаниям:

поддерживать прозрачность;

- ✓ снижать риски;
- ✓ повышать эффективность управленческих решений;
- ✓ улучшать связи с инвесторами.

Компания может выбрать различные услуги и доступ к информационным каналам через полностью автоматизированный онлайн доступ или посредством личного контакта. Приобретая наши услуги, NASDAQ OMX предоставит самую полную отчетность и поддержку, которую Вы можете ожидать от Вашей биржи.

Присоединяйтесь к NASDAQ OMX – семье мировых брендов

Торговля на самой быстрой в мире платформе
NASDAQ OMX предлагает превосходную эффективность торговли, высокую ликвидность и лучшее исполнение сделок.

Где Ваши конкуренты?

NASDAQ OMX является одной из крупнейших площадок для проведения листинга в Европе в таких секторах, как лесное хозяйство, мода, машиностроение, информационные технологии, горнодобывающая промышленность и биотехнологии. Листинг на NASDAQ OMX обеспечивает Вам внимание инвесторов и аналитиков, которые работают в Вашем секторе.

Вы рассматриваете возможность проведения вторичного размещения в Европе?

Двойной листинг в Европе позволит Вам показать достижения Вашего бизнеса, расширить инвесторскую базу и увеличить заметность и узнаваемость Вашего бренда. Если Ваши акции уже котируются на одной из основных фондовых бирж, Вы можете пройти упрощенную процедуру подготовки к листингу, которая занимает 1-3 месяца.

Повышенная ликвидность и оценка

Благодаря ведущим технологиям, высокой ликвидности и быстро осуществляемым сделкам, наш рынок является самым эффективным местом для торговли.

Заинтересовались?

За дополнительной информацией обращайтесь на сайт:

<http://www.nasdaqomx.com/listing/>



GRAVE
BUDS
Budweiser

News Corpora
SONY

IN F
V Media
NEW YORK POLICE

NASDAQ OMX
WELCOMES
UKRAINIAN
COMPANIES
NASDAQ OMX
NASDAQ

MAGIC
VIVA FORBICKY
GIAN
VIVA FORBICKY
GIAN

Las Vegas
ALL
NEW!
Plaza
HOTEL & CASINO
LAS VEGAS

JVC



1500
STARBUCKS COFFEE
Fornio



Беатрикс ШЛАФФЕР

Менеджер по IPO, Wiener Börse AG
beatrix.schlaffer@wienerborse.at

3.5. Vienna Stock Exchange

Венская фондовая биржа – логический выбор для вашей компании

Wiener Börse AG – компания которая управляет Венской биржей, является одной из самых старейших бирж в мире, была создана в 1771 году. Сейчас это современная, ориентированная на рынки и покупателя финансово-сервисная компания, которая является единственной торговой площадкой для ценных бумаг в Австрии, включая the Energy Exchange Austria (EXAA) и the CEGH Gas Exchange. Она обеспечивает превосходную инфраструктуру, данные о рынках и другую полезную информацию для обеспечения гладкого и эффективного проведения биржевых сделок, а также для облегчения взаимодействия между всеми участниками биржи. Основными направлениями деятельности биржи является работа на денежном рынке (рынке ценных бумаг, рынке облигаций), рынке фьючерсов, а также рынке структурированных продуктов. В дополнительные услуги компании входит торговля данными, разработка и управление индексами, а также организация специализированных семинаров и учебных курсов по финансовым рынкам.

Стратегические цели, Wiener Börse AG

- Как движущая сила прозрачного австрийского рынка капитала, Венская фондовая биржа вносит существенный вклад в его дальнейшее развитие. Ее усилия сосредоточены на обеспечении стабильных условий на рынке капитала, а также допуске и разработке новых продуктов. Кроме того, компания принимает целый ряд мер по дальнейшему повышению инвестиционной культуры в Австрии и по развитию на международном уровне сильного внутреннего рынка капитала среди иностранных участников торгов и международных инвесторов.
- Венская фондовая биржа, вместе с биржами Будапешта, Любляны и Праги, входит в группу компаний CEE Stock Exchange Group (CEESEG), которая в свою очередь является самой большой группой фон-

довых бирж в Центральной и Восточной Европе (ЦВЕ). Основной задачей группы является укрепление, усиление и позиционирование на международном уровне региональных рынков капитала компаний-членов.

Развитие ключевых рыночных индикаторов

Как и все международные фондовые биржи, Венская фондовая биржа столкнулась со сложными рыночными условиями в прошлом году, но сейчас ситуация улучшается:

- ведущий индекс АТХ потерял свою позицию в 2011 году и окончил год с показателем 1,891.68 пунктов, что на 34,87% меньше чем в 2010 году. В феврале 2012 года показатель вырос на 16,09%.
- капитализация рынка⁶ на 31 декабря 2011 года составила 65,68 миллиарда евро, что значительно ниже, чем в конце 2010 года (93,94 миллиарда евро). Тем не менее, в феврале 2012 года она поднялась до 74,85 миллиарда евро.
- оборот акций достиг среднемесячного уровня 4,98 миллиарда евро в 2011 году и, таким образом, остался намного ниже докризисного из-за все еще значительно низкого уровня цен на акции. В первые два месяца 2012 года, оборот акций составил 3,67 миллиарда евро.
- В 2011 году, два листинга, одно SPO и шесть увеличений капитала (capital increase) привлекли новые денежные средства на общую сумму почти 1,85 миллиарда евро. Одно увеличение капитала привлекло 6 миллионов евро на февраль 2012 года.
- 2011 год увидел большое количество листингов корпоративных облигаций. 23 корпоративных облигации прошли процедуру листинга на Венской фондовой бирже в объеме 3,3 млрд. евро. Две корпоративных облигации принесли 275 млн. евро на февраль 2012 года.

⁶ Регулируемые рынки и внебиржевые рынки, такие как MTF

Интернационализация

За несколько последних лет, Венская фондовая биржа стала позиционироваться как международно признанный игрок:

Участники торгов. С 2007 года на Венской фондовой бирже представлено больше международных инвестиционных компаний, чем австрийских (55 из 94). Таким образом, с 67% они охватывают больше, чем две трети всего торгового объема. Хотя еще в 2003 году доля иностранных компаний составляла только 23,2% от всех торговых операций Венской фондовой биржи.

Инвесторы. Венская фондовая биржа организывает около десяти роуд-шоу каждый год, совместно с банками и листинговыми компаниями. Таким образом, обеспечивается присутствие во всех основных международных финансовых центрах. Согласно исследованию, проведенному компанией Ipreo, по состоянию на 30 июня 2010 года, крупнейшим институциональным инвестором на главном рынке АТХ является США (31,5%). Список продолжают Австрия (17,3%), Великобритания (15,4%), Франция (6,4%), Германия (5,4%) и Швейцария (3,9%). В целом, присутствие инвесторов на основном рынке АТХ расширилась за последние годы и теперь включает в себя инвесторов из таких стран, как Норвегия (3,8%), Нидерланды (2,4%) и Канада (1,6%). Польша, страна из региона Центральной и Восточной Европы, уже десятая в списке, с 1,4%.

Индексы. Венская фондовая биржа успешно зарекомендовала себя как глобальный эксперт по индексам. Значительная доля всех структурированных продуктов по всему миру, в особенности в Центральной и Восточной Европе, основывается на индексах, созданных Венской фондовой биржей. В настоящее время Венская фондовая биржа рассчитывает 80 показателей, из которых 60 представляют собой региональные, национальные и отраслевые события в странах ЦВЕ и СНГ.

Торговля данными. Клиенты данного сервиса Венской фондовой биржи имеют возможность получать информацию о ценах из восьми региональных рынков – Баня-Лука, Белград, Будапешт, Бухарест, Сараево, Любляна, Прага и Македония, а также из трех энергетических бирж (Energy Exchange Austria (EXAA), CEGH Gas Exchange of the Vienna Stock Exchange и The Power Exchange Central Europe в Праге). Торговля данными

является вторым по величине сервисом Венской фондовой биржи.

Облигации. Венская фондовая биржа стала стабильным рынком облигаций. В 2005 году биржа увеличила усилия по привлечению эмитентов иностранных облигаций. По состоянию на конец 2011 года объем эмиссии 143 листинговых облигаций иностранных компаний составил 7 млрд. евро. Кроме того, количество корпоративных облигаций возросло, поскольку они представляют собой идеальную альтернативу финансированию. В частности, во время финансового кризиса для компаний еще более важным стало расширение возможностей финансирования.

Услуги Венской фондовой биржи

От предварительных переговоров до первого дня торгов: Венская фондовая биржа уделяет огромное внимание подготовке компании перед публичным размещением. До первичного публичного размещения (IPO), биржа предлагает проведение персональных информационных встреч, индивидуально разработанных IPO-семинаров, а также вводные мероприятия для сотрудников компании. Также организуются специальные тренинги для подготовки представителей инвестора к их обязанностям. Биржа разработала руководство для помощи компаниям, которые находятся в процессе выбора инвестиционного банка, в ходе так называемого «конкурса красоты». В первый день торгов проводятся пресс-мероприятия, согласованные с компанией, и размещение приветственных объявлений в печатных средствах массовой информации. В то же время инвесторы и инвестиционные консультанты информируются по электронной почте и данные о компании появляются на сайте Венской фондовой биржи.

Поддержка продолжается: После IPO, поддержка биржи не прекращается. Она включает в себя информирование инвестиционных консультантов на регулярной основе, упоминание компании в публикациях, на веб-сайтах, участие компании в мероприятиях на Венской фондовой бирже, а также в регулярных роуд-шоу. Роуд-шоу, мероприятия для институциональных инвесторов, организуются совместно с национальными и международными инвестиционными банками несколько раз в год на основных финансовых рынках. В последние несколько лет они превратились в важную платформу для установления контактов.

Низкие цены для компаний на Венской фондовой бирже

Публичное размещение – это недорого, но оно того стоит. Несмотря на то, что публичное размещение повышает капитал компании, связанные с этим расходы составляют около 6-7% от объема эмиссии. Большую часть этих расходов составляет комиссия инвестиционным банкам. В свою очередь расходы, напрямую связанные с фондовой биржей, являются относительно низкими.

Научно-исследовательское учреждение «Экономический и социальный исследовательский центр» (ESCE) проанализировал так называемый валовой спред на нескольких европейских биржах – отношение процента комиссии участвующих в IPO инвестиционных и розничных банков за эмиссию к уставному капиталу. Результат оказался очень приятным – в среднем самая важная часть расходов публичного размещения на выпуск акций в Вене меньше, чем на других фондовых рынках.

Процесс IPO и требования Венской фондовой биржи

Публичное размещение компании требует достаточно времени и четкой ответственности. После достижения принципиального решения о публичном размещении, должна быть создана проектная команда. Проектная команда, как правило, состоит из правления компании (CEO, CFO), двух или трех сотрудников, опытных менеджеров проектов и сотрудников из области финансов. Очень важно, чтобы параллельно с публичным размещением не пострадала рыночная деятельность компании. Публичное размещение занимает много времени, даже если компания практически готова к фондовому рынку. Самый короткий срок для её выхода составляет около шести месяцев.

Когда компания готова к фондовому рынку?

Следующим шагом является проверка и оптимизация готовности компании для выхода на рынок. Эта проверка включает в себя ряд формальных критериев, которые рекомендованы и должны быть (например, компания должна быть акционерным обществом). Особенно важными являются готовность внутреннего рынка (качество планирования и документации), привлекательность рынка и сектора, а также анализ потенциала для будущего развития компании. Документация по готовности рынка должна быть подготовлена в виде так называемого bank exposé.

Хорошая команда для участия в финале. Ключевым фактором для успешного IPO является выбор профессиональной команды консультантов. После выбора инвестиционного банка в «конкурсе красоты», в команду должны ещё войти юристы, аудиторы, PR/IR агентства. Концепция эмиссии и стратегия. Концепция и стратегия выпуска являются главными критериями любого публичного размещения акций. Во-первых, должен быть разработан график, по которому в определенное время должны быть приняты ключевые решения относительно объема эмиссии, выбора нужного сегмента рынка и определение стратегий размещения.

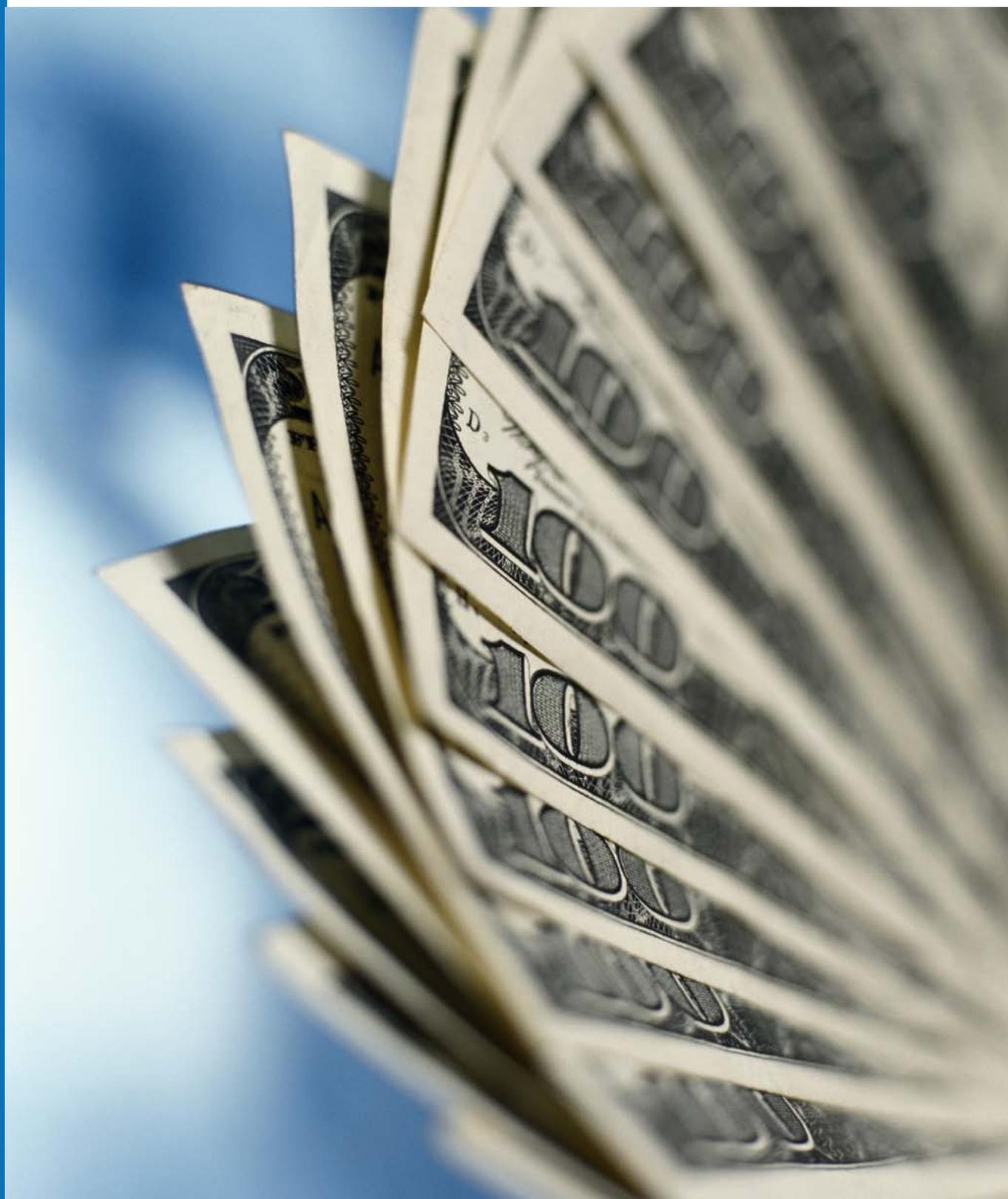
Определение сильных и слабых сторон – развитие «инвестиционной истории». В рамках due diligence компания проверяется на сильные и слабые стороны с точки зрения экономических, финансовых, правовых и технических аспектов. Для того, чтобы избежать проблем в будущем, недостатки и риски не должны скрываться. Но банк создает «инвестиционную историю» на основе сильных сторон компании с целью сделать ее привлекательной для потенциальных инвесторов.

Диалог с аналитиками. Компании придется столкнуться с важными вопросами аналитиков, потому что их оценки имеют ключевое значение для окончательных решений институциональных инвесторов. Во время предмаркетинговой фазы у выбранных институциональных инвесторов узнают об их мнении об акциях, запланированных объемах заказа, оценке ожидаемого уровня цен. Эта информация используется для определения ценовой вариации, в которой размещение акций будет реалистичным.

Балансирование процентного дохода становится предметом оценки. После пресс-конференции и объявления ключевых игроков сделки открывается период подписки и бук-билдинга. В течение отведенного срока заинтересованные инвесторы могут размещать свои заказы. Таким образом, компания позиционирует себя перед крупными национальными и международными инвесторами. После окончания процесса бук-билдинга, проводится оценка заказов и установление окончательной цены. Впоследствии инвестиционный банк и компании совместно определяют распределение акций для инвесторов.

Основные требования в соответствии с актом фондовой биржи

Требования	Основной рынок	Альтернативный рынок
Общая номинальная стоимость	не меньше 2,9 млн. евро	не меньше 725000 евро
Free float	не меньше 725000 евро	не меньше 181250 евро
Free float в количестве акций	минимум 10000	минимум 2500
Период существования	3 года	1 год
Финансовый отчёт	за три последних финансовых года	за полный последний финансовый год
Официальный документ	Проспект по листингу согласно статье 74 Акта о биржах	Проспект по листингу согласно статье 74 Акта по биржам





Константин ДОМБРОВСКИ

Старший менеджер отдела по отношениям с эмитентами,
SIX Swiss Exchange

3.6. SIX Swiss Exchange

Швейцарская Фондовая Биржа – Ваш выход на международные финансовые рынки

SIX Швейцарская Биржа – это самая большая группа объединённых фондовых бирж в Европе и четвёртая по рыночной капитализации компаний, находящихся в листинге. 16% клиентов биржи составляют зарубежные эмитенты. Таким образом, SIX является международной фондовой биржей. Но это не единственная причина, почему SIX является незаменимым местом для проведения листинга компании.

Осуществите листинг Вашей компании в самой конкурентоспособной мировой экономике

Каждый год Швейцария получает высшие награды в рамках мирового рейтинга конкурентоспособности. Среди решающих факторов присвоения данных наград необходимо отметить выдающийся инновационный потенциал экономики, а также высококачественную и надёжную инфраструктуру Швейцарии.

Преимущество ведущего мирового финансового центра

Привлекательность Швейцарии и Швейцарского финансового центра – это результат целого комплекса взаимодополняющих факторов. Главные атрибуты, такие как простой доступ к органам власти и наличие высококвалифицированных работников, десятилетиями обеспечивали рост финансового центра. Благодаря своей надёжной репутации как международного рынка капиталов с мировой сетевой мощью, финансовый центр, в свою очередь, повысил привлекательность Швейцарии в плане местоположения. Совместите всё это с экономической устойчивостью самой конкурентоспособной экономики в мире, и вы получите идеальное место для проведения листинга компании. Для отечественных и иностранных компаний, нуждающихся в капитале, Швейцарский финансовый центр уникален: он компактный, международно-ориентированный, а местные банки обладают сильной финансовой мощью и способностью разместить выпускаемые ценные бумаги.

Швейцарский финансовый центр в цифрах

- Депозитные активы в Швейцарии приблизительно равняются 4.1 триллиона швейцарских франков
- 53% принадлежат иностранным клиентам
- 70% принадлежат институциональным инвесторам
- 66% инвестировано в акции и фонды

Высокий уровень привлекательности среди инвесторов, аналитиков и масс медиа создаёт ликвидность

Для швейцарских и иностранных компаний SIX Швейцарская фондовая биржа (ШФБ) – это выход на международный и внутренний рынок капиталов. Публичное размещение и листинг ценных бумаг на ШФБ обеспечивают компании доступ к опытному и финансово мощному кругу международных инвесторов. Каждая фирма, которая прошла листинг на ШФБ извлекает выгоду от высокого уровня привлекательности и признания среди мировых инвесторов, аналитиков и медиа. Кроме того, те, кто инвестируют в компании, находящиеся в листинге ШФБ, занимают активную позицию в международном масштабе и имеют многолетний опыт работы, следуя секторально-специфическим инвестиционным стратегиям. Компании, которые прошли листинг на ШФБ, извлекают выгоду от высокой ликвидности, которая увеличилась благодаря широким инвестиционным возможностям, таким как активный и быстро растущий сегмент индексных фондов и индексных продуктов. К тому же, у ШФБ есть большая торговая платформа для облигаций, которая является одной из самых больших в Европе, и предлагает очень привлекательный рынок для структурных продуктов.

Индексы, за которыми внимательно следят во всём мире

SIX рассчитывает множество индексов и субиндексов, которые удовлетворяют различные потребности инвесторов, и судя по их концентрации в определённых сегментах, гарантируют особенно высокий уровень привлекательности среди целевых инвестиционных групп.



Energize your company – go public on SIX Swiss Exchange.

Boost your competitiveness – with a listing on SIX Swiss Exchange. You'll profit directly from the many advantages of the Swiss financial sector, as well as its strong stock exchange with its market-friendly regulation. The Swiss market's international orientation, high visibility and considerable financial power make SIX Swiss Exchange your perfect partner for raising capital.

Кроме того, индексы SIX продаются и распространяются известным мировым индексным провайдером STOXX, который даёт возможность SIX для дальнейшего роста через мировые рынки и другие классы активов.

Регулирование: в соответствии с международными стандартами, но на связи с рынком

Другим фактором, который упрощает процедуру привлечения капитала, являются близкие к рыночной природе нормативные положения SIX. Согласно национальному законодательству биржа ценных бумаг SIX Swiss Exchange наделена полномочиями саморегулирующего органа и, таким образом, имеет оптимальную свободу действий в объединении высокого уровня защиты инвесторов с нормативными условиями, которые более чем приемлемы с точки зрения эмитента. Регулирование и управление торговлей ценными бумагами возложено

на департамент регулирования биржи. Характеристикой саморегулирующегося прохождения листинга в Швейцарии является эффективный и «гладкий» процесс листинга. SIX предлагает своим новым эмитентам эффективный процесс допуска на биржу, который длится не более 4 недель. С подачи заявки на листинг и до самого первого торгового дня все соответствующие решения принимаются компетентными внутренними руководящими органами. В результате, кандидаты на листинг на ШФБ извлекают выгоду от удобства листинга «из одних рук», который характеризуется быстрым процессом принятия решений, гибкостью и близостью к рынку, так же, как и к инвестору. Кроме того, участники рынка хорошо представлены в различных комитетах и комиссиях по регулированию и, следовательно, влияют на регулирование.





Ольга БУЙНИЦКАЯ

Менеджер отдела по сопровождению корпоративных сделок и реструктуризации бизнеса, KPMG в Украине

4. Первичное размещение (IPO)

4.1. Требования к компании при IPO

Все чаще акционеры частных аграрных компаний принимают решение о выходе компании на международные рынки капитала и, как результат, принимают на себя ответственность соблюдать также интересы частных инвесторов ради доступа к долгосрочным и более дешевым ресурсам, повышения конкурентоспособности, престижности и получения дополнительных возможностей для продвижения бизнеса.

Вследствие того, что организация внутренних процессов в компании, как-то: корпоративное управление, подготовка финансовой отчетности, бизнес-планирование, внутренние контроли и управление рисками – очень часто находится ниже уровня, ожидаемого от публичной компании, компании-претенденты на IPO зачастую вынуждены тратить от 1-го до 2-х лет на подготовительные работы.

В данной статье мы рассмотрим основные листинговые требования и требования по раскрытию информации ключевых европейских площадок, которые потенциально могут быть интересны украинским аграрным компаниям, а именно: Лондонской, Варшавской, Франкфуртской фондовых бирж, а также Euronext (панъевропейская фондовая биржа, имеющая филиалы в Бельгии, Франции, Нидерландах, Португалии и Соединённом Королевстве).

Регуляторные требования к фондовым биржам

Деятельность основных Европейских биржевых площадок регулируется законодательством Европейского Союза. Основными документами, которые формируют нормативную базу, являются две директивы Европейского союза: Директива о проспекте эмиссии (Prospectus Directive) и Директива о прозрачности (Transparency Directive)

Директива о проспекте эмиссии (Prospectus Directive)

Директива о проспекте эмиссии (принята Европейской комиссией в 2003 году) прописывает основные требования и правила по предоставлению и раскрытию информации о ценных бумагах и эмитентах.

Одной из целей Директивы о проспекте эмиссии является внедрение эффективного режима «единого паспорта» для всех компаний-эмитентов в Европейском Союзе, который позволяет компаниям использовать единый проспект эмиссии, составленный в соответствии с требованиями данной Директивы, в случае одновременного выхода на несколько европейских площадок.

Директива о проспекте эмиссии является директивой «максимальной гармонизации», что означает, что страны-участницы не могут вводить дополнительные условия относительно необходимости предоставления проспекта эмиссии и его содержания. Отличия при адаптации данной директивы минимальны.

Директива о проспектах эмиссии предусматривает следующие требования к раскрытию финансовой информации компанией-эмитентом:

Историческая финансовая информация – наличие аудированной консолидированной финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с требованиями МСФО, за последние три года, предшествующие IPO (компания-эмитенты, которые не зарегистрированы в странах-членах ЕС, могут подготовить отчетности в соответствии с требованиями стандартов эквивалентных МСФО (например US GAAP).

Промежуточная финансовая информация – если последняя аудированная отчетность старше 9 месяцев, компания должна предоставить промежуточную финансовую отчетность, которая будет покрывать по меньшей мере 6 месяцев. Промежуточная отчетность должна в себя включать сравнительную информацию за аналогичный период предшествующего финансового года. Требования по обязательному аудиту промежуточной отчетности нет.

Проформа – «ориентировочная» финансовая информация, раскрывающая финансовый эффект событий, значительно повлиявших на активы/пассивы и прибыль компании (таких как, например, приобретение группой новых

компаний), как если бы это произошло на дату последнего отчетного периода.

Заявление о достаточности рабочего капитала – заявление директоров о достаточности рабочего капитала для текущего операционного функционирования компании как минимум в течение 12 месяцев.

Прогноз прибыли – предоставление данного прогноза не является обязательным. Тем не менее, если компания, например, из маркетинговых соображений, решила его включить в проспект эмиссии, то такой прогноз должен быть подтвержден независимым бухгалтером или аудитором.

Заявление о капитализации и задолженности – отчет о капитализации и задолженности (с обязательным раскрытием задолженности обеспеченной/не обеспеченной гарантиями и залогом, не прямой и условной задолженности) Данный отчет действителен не более 90 дней (по состоянию на дату предоставления проспекта эмиссии).

Операции со связанными лицами – от компании требуется раскрытие природы и объема транзакций со связанными сторонами, а также предоставление объяснений относительно транзакций, проведенных не на рыночных условиях.

Прочая информация о компании – от компании также требуется предоставление информации о существенных судебных спорах, политике в отношении выплат дивидендов, о составе совета директоров и высшего руководства и крупных акционерах.

Директива о прозрачности (Transparency Directive)

Директива о прозрачности, принятая Европейской комиссией в 2004 году, устанавливает минимальные требования относительно периодичности и наполнения финансовой отчетности эмитента, порядка раскрытия крупных событий в операционной деятельности компаний, а также деталей операций со связанными лицами.

Стоит заметить, что, в отличие от Директивы о проспекте эмиссии, данная директива дает возможность как странам-участницам ЕС так и самим биржам устанавливать дополнительные требования о прозрачности в отчетности и операционной деятельности компаний-эмитентов.

Если Директива о проспекте эмиссии устанавливает правила для компаний, которые только планируют первичное размещение, то требования Директивы о прозрачности в большей

степени относятся к компаниям, уже котирующимся на фондовой бирже.

Площадки, которые регулируются биржами (Exchange regulated markets)

Кроме основных площадок рынка капитала, в Европе функционируют так называемые альтернативные площадки, такие как AIM, Alternext, Newconnect, деятельность которых регулируется непосредственно самими европейскими биржами и находится вне зоны регулирования Директив Европейского Союза.

Альтернативные площадки, как правило, рассчитаны на привлечение малых и средних предприятий и предлагают компаниям данной группы более мягкие условия для первоначального размещения. Так, например, альтернативные площадки, в отличие от основных площадок, не всегда выставляют требования о минимальной капитализации компании, снижают требования к периоду предоставления исторической финансовой отчетности, и не всегда требуют готовить отчетность по международным стандартам. После допуска на альтернативную площадку к компаниям также применяются менее жесткие регуляторные требования по срокам и качеству раскрытия информации.

В свою очередь, ценой более мягких условий альтернативных площадок будут меньшая ликвидность, меньшие объемы размещений и более резкие колебания котировок.

Основные требования европейских бирж при первичном размещении

Требования к предоставляемой информации и к самой компании, которая планирует первичное размещение, колеблются от биржи к бирже. Однако можно выделить ряд требований и установившихся практик, которые являются общими для всех европейских бирж.

Процент акций в свободном обращении. Большинство бирж требует, чтобы, как минимум, 25% акций компании были доступными для первичного размещения. Это правило в большинстве случаев касается только основных биржевых площадок.

Требования к минимальной рыночной капитализации. Требования основных площадок европейских бирж к минимальной рыночной капитализации колеблются от 700,000 фунтов стерлингов на Лондонской фондовой бирже до 15 миллионов евро на Варшавской фондовой бирже. Альтернативные площадки не устанавливают ограничений по минимальной рыночной капитализации для компаний-эмитентов.

Листинговый консультант. Большинство европейских бирж (как основные, так и альтернативные площадки) требуют назначения листингового агента/консультанта (например, Спонсора (Sponsor) для основной площадки LSE или Уполномоченного консультанта (Nominated Advisor) для AIM). Листинговый консультант должен быть утвержден фондовой биржей.

Основная роль листингового консультанта – обеспечение соответствия компании требованиям регистрации на фондовой бирже, а также соблюдения правил биржи в процессе первичного размещения акций. Листинговый консультант также оказывает поддержку уже публичной компании по вопросам раскрытия информации и поддержки связи с фондовой биржей.

Анализ операционной деятельности компании (Due diligence)

Роль листингового консультанта также подразумевает подготовку или значительное участие в подготовке проспекта эмиссии или информационного меморандума, а также проведение или координацию проведения коммерческого, финансового, налогового и юридического анализа деятельности компании (due diligence).

Структура и глубина анализа операционной деятельности зависит от размера и сложности операций и структуры группы эмитента, типа и места размещения.

Лондонская фондовая биржа предъявляет самые жесткие требования к полноте и глубине анализа операционной деятельности компании по сравнению с требованиями других европейских бирж. По поручению листингового консультанта ЛФБ (Спонсора или Уполномоченного консультанта) ответственный бухгалтер (Responsible Accountant) проводит анализ операционной деятельности компании и предоставляет «long-form» отчет, отчет о рабочем капитале, а также отчет о соблюдении требуемых процедур формирования финансовой отчетности (Financial reporting procedures).

Due diligence отчеты служат основой для проверки точности и полноты информации, отраженной в проспекте эмиссии, и, в отличие от проспекта эмиссии, недоступны широкой публике. Проведение всестороннего анализа операционной деятельности компании также помогает выявить проблемные вопросы, которые необходимо решить до IPO.

Анализ операционной деятельности компании, как правило, покрывает следующие вопросы:

- Результаты финансовой деятельности компании (анализ исторических финансовых результатов, основных статей баланса, отчета о движении денежных средств, капитальных инвестиций, источников финансирования, условных и внебалансовых обязательств).
- Налоговые вопросы (налоговое структурирование, налоговая дисциплина, трансфертное ценообразование).
- Операционная деятельность (операционная и корпоративная структура, продукты и услуги, рынки и конкуренты, основные покупатели и продавцы, условия торговли, производственные мощности и т.д.).
- Учетная политика.
- Процедуры формирования финансовой отчетности (существующие системы отчетности, система внутренних контролей, принципы корпоративного управления).
- Менеджмент и персонал (ключевой персонал, условия оплаты труда, текучесть и структура кадров).

Корпоративное управление

В большинстве европейских стран существуют Кодексы корпоративного управления, которые обобщают передовые практики в данной области. Европейские фондовые биржи, как правило, требуют или настоятельно рекомендуют соблюдать правила, предписанные в Кодексах корпоративного управления, либо предоставлять объяснения в случаях несоответствия.

Одними из основных моментов, на которые стоит обратить внимание украинским компаниям, являются:

- Необходимость включения «независимых директоров» в состав совета директоров. Причем количество также регулируется кодексами (так например, кодекс Великобритании предполагает, чтобы «независимые директора» составляли половину совета)
- Создание комитетов при совете директоров: комитета по аудиту (должен отвечать за финансовое состояние компании, достоверность отчетности, отношение с

независимыми аудиторами, следить за эффективностью систем внутреннего контроля и управления рисками), комитетов по кадрам и компенсации.

Требования инвесторов

Для того, чтобы первичное размещение было успешным (то есть цена размещения акций соответствовала ожиданиям), компания должна понимать, насколько привлекательным и перспективным выглядит их бизнес в глазах потенциальных инвесторов; насколько инвесторы готовы купить и держать акции после первичного размещения.

«Вступительные» требования фондовых бирж, касающиеся исторических финансовых результатов, системы внутренних контролей и корпоративного управления, а также наличия квалифицированной управленческой команды, в значительной мере совпадают с требованиями потенциальных инвесторов. Однако, эти параметры деятельности компании, формируют только часть ее рыночной стоимости. Для того чтобы выглядеть привлекательной в глазах инвесторов компания должна обладать рядом важных характеристик:

- Репутация «здоровой», хорошо управляемой компании, имеющей привлекательную «инвестиционную историю». Для этого компания должна иметь достаточно широкий продуктовый ряд и широкую, стабильную клиентскую базу, исторически показывать стабильные показатели доходов и прибыльности операций.
- Реалистичный бизнес-план. Бизнес-план не должен быть слишком оптимистичным, должен быть подкреплён реалистичными, обоснованными прогнозами продаж и затрат, и достаточным уровнем рабочего капитала для достижения поставленных целей.
- Прозрачная и понятная корпоративная структура.
- Качество топ-менеджмента. Ключевой управленческий персонал должен быть квалифицированным и иметь достаточно долгий опыт работы в компании.
- Корпоративное управление. Хотя соответствие требованиям Кодов корпоративного управления является добровольным, для большинства инвесторов наличие адекватной корпоративной и управленческой структуры, которая бы

соответствовала передовым практикам в корпоративном управлении, является одним из важных факторов при оценке компании.

Вывод

Компаниям аграрного сектора, которые планируют первичное размещение на европейских площадках, для увеличения стоимости компании и соответствия требованиям фондовых бирж, может потребоваться значительное время на подготовку и реорганизацию. Одной из самых важных рекомендаций является проведение анализа готовности к IPO за 1.5-2 года для того, чтобы заранее определить несоответствие требований и иметь время их исправить

Ключевыми моментами, на которые компании стоит обратить внимание на стадии подготовки, являются:

- Финансовая информация (подготовка и аудит отчетности по МСФО, внедрение сопоставимой системы бюджетирования управленческого учета, разработка бизнес-плана).
- Корпоративная структура (упрощение корпоративной структуры, консолидация активов, реорганизация и вывод непрофильных активов).
- Корпоративное управление (создание комитетов при Совете Директоров, привлечение «независимых» директоров, внедрение системы управления рисками и надежной системы внутреннего контроля, наладка надежных процедур по подготовке финансовой информации внутри компании).

Листинговые требования основных европейских площадок

Ключевые требования	Лондонская фондовая биржа		Варшавская фондовая биржа		Франкфуртская фондовая биржа (Deutsche Boerse)		Euronext	
	Основная площадка (Main market)	Альтерн. площадка (AIM)	Основная площадка (Main Market)	Альтерн. площадка (New Connect)	Основная площадка (Prime / General Standard)	Альтерн. площадка (Entry Standard / First quotation)	Основная площадка (Eurolist)	Альтерн. площадка (Altertext)
Доля акций в свободном обращении	25%	н.п.	- как минимум 15% акций, которые могут быть допущены к биржевому обороту, должны принадлежать миноритарным акционерам* и - как минимум 100 000 акций, которые должны быть допущены к биржевому обороту (по последней цене продажи или цене эмиссии), должны принадлежать миноритарным акционерам*	н.п.	25%	н.п.	25% или 5% (если стоимость не меньше 5 миллионов евро)	2,5 миллионов евро
Аудиторская историческая финансовая информация	3 года	3 года или более короткий срок (если применимо)	3 года	3 года (1 год для частного размещения)	3 года	3 года или более короткий срок	3 года	2 года, проаудированные за последний год
Применимые стандарты бухгалтерской отчетности (в проспекте эмиссии)	МСФО или эквивалент	МСФО или эквивалент	МСФО или эквивалент	МСФО или эквивалент**	МСФО или эквивалент	МСФО или эквивалент**	МСФО или эквивалент	МСФО или национальные стандарты
Минимальная рыночная капитализация	700,000 фунтов стерлингов	н.п.	15 млн евро (12 млн евро, для компаний, которые уже минимум как 6 месяцев котируются на европейской основной биржевой площадке или NewConnect)	н.п.	1,25 млн евро	н.п.	н.п.	н.п.

* – Каждый из миноритарных акционеров может владеть не больше чем 5% голосов на Общих Сборах акционеров;

** – Если не требуется выпуск проспекта эмиссии (например, в случае частного размещения), то принимается финансовая отчетность по национальным стандартам

Источник: Информация фондовых бирж



Елена ПАРХОМЕНКО

Ассоциированный партнер практики инвестиционного консалтинга, Юридическая фирма ILF
parkhomenko@if-ua.com



Дмитрий БАБАЕВ

Финансовый консультант, Юридическая фирма ILF

4.2. Рекомендации по правильному выбору финансового и юридического советника

Как показывает практика, успех размещения компании на бирже зависит не только от стоимости ее бизнеса и от перспектив его роста, но и от консультантов, которые сопровождают процесс размещения: финансовых и юридических советников, аудиторов и PR-специалистов. Каждый из них играет свою роль и отвечает за определенный этап прединвестиционной подготовки компании к биржевому финансированию или непосредственно за размещение ее акций на бирже. В данной статье речь пойдет о двух из них: финансовом и юридическом советниках.

Финансовый советник

В категорию «финансовый советник» попадают организаторы размещения - инвестиционные (финансовые) консультанты. Как правило, именно они являются lead-менеджерами проекта: координируют весь процесс подготовки компании к IPO/Private Placement, определяют требования к другим участникам проекта, помогают с выбором биржевой площадки и непосредственно отвечают за «успех мероприятия» (результаты размещения).

Учитывая, что привлечение финансирования происходит за рубежом, обязанности инвестиционного консультанта могут быть разделены между двумя компаниями: украинской и иностранной. При этом отечественный финансовый советник выступает в качестве координатора прединвестиционной подготовки украинской компании, а зарубежный коллега, являясь авторизованным советником определенной биржи, обеспечивает взаимодействие с биржей и инвесторами, отвечает за подготовку оферты и проспекта эмиссии/информационного документа. В качестве финансовых советников выступают инвестиционные компании, инвестиционные фонды и банки (например, ING, Deutsche Bank и др.), а также маклерские дома. При этом инвестиционные банки и ведущие инвестиционные компании в большинстве случаев сопровождают крупные проекты по размещению на основных площадках биржи и менее заинтересованы в проектах по размещению на альтернативных площадках.

При выборе финансового консультанта следует обращать внимание на такие аспекты.

Бренд и статус финансового советника

К процессу размещения на бирже следует привлекать финансовых советников высокой квалификации (напомним – непосредственно от них зависит успех размещения). В зависимости от вида размещения и суммы инвестиций, которые планирует привлечь компания, к размещению могут привлекаться как ведущие игроки рынка с громкими именами, так и компании среднего сегмента.

При выборе авторизованного советника прежде всего необходимо обратить внимание на его клиентскую базу – пул потенциальных инвесторов (инвестиционные фонды, частные инвесторы), с которыми он постоянно сотрудничает, их специализацию и проекты. Наличие такого пула, особенно в секторе бизнеса компании-эмитента, является залогом покупки определенного количества акций, т.е. удачного размещения. Более того, если проект по размещению является потенциально успешным, авторизованный советник и сам может приобрести пакет размещаемых акций. Не стоит доверять финансовому советнику, который агитирует за открытый рынок, который «купит всё». В противном случае, Вы рискуете получить финансирование в меньшем размере, чем рассчитывали.

Услуги финансовых советников стоят достаточно дорого, и могут составлять до 50% всех расходов по проекту. Тем не менее, это именно тот случай, когда экономить не стоит, поскольку на кону стоят цифры совсем другого порядка.

Так, расходы на размещение акций Ovostar Union N.V. на Варшавской фондовой бирже составили \$2 млн., при этом услуги финансовых

консультантов - не менее \$1 млн. В результате размещения летом 2011 года компания получила финансирование в размере \$33,4 млн.

Известность бренда и опыт финансового советника могут создать дополнительную стоимость для бизнеса до 10%. Таким образом, доверив проект советнику с меньшим опытом и авторитетом, компания могла бы сэкономить порядка \$300-500 тысяч. Однако в таком случае стоимость компании могла бы снизиться, например, на 5%, а сумма недополученных инвестиций могла бы составить \$1,67 млн.

Поскольку именно от финансовых советников зависит сумма привлеченных от размещения средств, цифры возможных потерь или выигрышей намного превышают даже самые нескромные расценки на услуги советников.

Опыт финансового советника

Советник должен иметь в своём кейсе успешно реализованные проекты подобного уровня на той биржевой площадке, где вы собираетесь размещать свои акции. Желателен также опыт работы с компаниями аналогичного сектора экономики. Такой советник понимает специфику вашего бизнеса, методику размещения и видит всевозможные подводные камни в проекте, может сделать максимально адекватную оценку вашего бизнеса и эффективно презентовать его инвесторам.

Если подобных кейсов у советника нет, то выбирать нужно, ориентируясь на специализацию. Зачастую авторизированные советники специализируются на одной или нескольких индустриях (агробизнес, информационные и телекоммуникационные услуги, металлургия и др.) и взаимодействуют с соответствующим пулом инвесторов в этом секторе. Поэтому шансы на хорошие результаты размещения с таким советником существенно возрастают.

Выбирая финансового советника, зачастую Вы выбираете партнера на долгие годы, который в дальнейшем будет сопровождать дополнительные выпуски акций/облигаций Вашей компании, привлечение кредитных средств, готовить отчеты для биржи, а также проводить переговоры с инвесторами и кредиторами. Учитывая это, не стоит торопиться при выборе профессионалов или стремиться к максимальной экономии на их услугах.

Юридический советник

Основная роль юридического советника в ходе подготовки компании к размещению на бирже – дать независимую правовую оценку

текущего состояния компании-эмитента, описать все имеющиеся риски и их влияние на бизнес, а также обеспечить соблюдение компанией требований и выполнение всех процедур, предусмотренных действующим законодательством. Такая оценка в дальнейшем может лечь в основу принятия потенциальным инвестором решения о покупке акций данной компании, повлиять на инвестиционную привлекательность бизнеса и соответственно на результаты размещения.

Задачи и обязанности юридического советника, вне зависимости от вида размещения (IPO или Private Placement), как правило, типовые:

- Правовой аудит (due diligence) компании/группы компаний, которая планирует размещение на бирже: проверка законности создания компании, наличия существенных обязательств и судебных процессов, которые могут повлиять на ее бизнес, правомерность использования ключевых активов и т.д.
- Устранение рисков, выявленных в ходе проведения правового аудита.
- Реструктуризация бизнеса и создание прозрачной корпоративной структуры управления бизнесом, понятной иностранным инвесторам.
- Инкорпорация зарубежного холдинга и перевод на него активов украинской компании.
- Получение разрешения Антимонопольного комитета Украины на концентрацию или получение предварительного заключения АМКУ об отсутствии необходимости в получении такого разрешения. Участие в подготовке информационного документа/проспекта эмиссии.

В зависимости от вида и специфики размещения авторизированные советники или биржа могут иметь определенные требования к юридическому советнику компании-эмитента. Но, как правило, какие-либо формальные требования отсутствуют. Роль юридического консультанта не такая «роковая», как у финансового советника, но достаточно весомая. В связи с этим, к выбору необходимо подходить не менее тщательно и придерживаться нижепомянутых рекомендаций с учетом специфики задач этого члена команды.

Бренд юридического советника

Имя юридического советника и его известность в таких публичных проектах как IPO или

Private Placement может стать дополнительной гарантией эффективного размещения для компании-эмитента. Так, подписывая отчет о правовом аудите, юридический советник ставит на кон свою репутацию, наработанную годами. Поэтому участие в проекте компании «с именем» автоматически вызывает доверие у авторизованного советника и иностранного инвестора к компании-эмитенту и соответственно может повлиять на интерес к ее акциям. С другой стороны, известность бренда, как правило, влияет на стоимость услуг юридического консультанта в сторону увеличения. Стоимость услуг юридического советника составляет до 20% от всех расходов компании-эмитента на размещение. Поэтому наиболее оптимальным вариантом могут быть юридические фирмы среднего уровня, но с именем и хорошей деловой репутацией.

Опыт советника

Услуги юридического советника (проведение правового аудита, реструктуризация бизнеса и др.) являются типовыми не только для проектов по привлечению биржевого финансирования, но и для проектов, связанных с получением долгового финансирования (кредиты, облигации), сделок M&A (слияния и поглощения).

Таким образом, наличие у юридического советника опыта сопровождения размещений украинских компаний на определенной бирже является скорее желательным, чем обязательным требованием. Обладая таким опы-

том, юридический советник лучше понимает специфику проекта и свою роль в процессе размещения.

Кроме того, наличие у советника такого опыта может положительно повлиять на качество коммуникаций с другими участниками проекта, а также на бюджет и сроки его реализации.

Наличие зарубежного партнерского офиса

В ходе предвзвешенной подготовки компании к размещению возникает необходимость в привлечении также одного или нескольких зарубежных юридических советников (регистрация зарубежного холдинга, подготовка отчета об аудите или его отдельной части, дематериализация акций и др.), поэтому наличие у Вашего украинского консультанта надежного зарубежного партнера также позитивно влияет на реализацию проекта.

Одной из общих рекомендаций при подборе команды может быть проведение тендера. В последние годы на рынке появляется все больше консалтинговых компаний, которые позиционируют себя как советники в проектах по привлечению биржевого финансирования. Стоимость одних и тех же услуг различных консультантов значительно колеблется. Проведение тендера позволит собственникам бизнеса рассмотреть несколько предложений, выбрать квалифицированного советника и приблизиться к наиболее оптимальному соотношению цена/качество.





Др. Грегор П. ОРДОН

Партнер, BEITEN BURKHARDT Варшава



Иоанна МАМЧУР

Юрист, LL.M., BEITEN BURKHARDT Варшава



Олег ЗАГНИТКО

Партнер, к.ю.н., BEITEN BURKHARDT Киев

4.3. Юридические аспекты IPO

Первичное публичное размещение (ППР) и его аналоги в различных юрисдикциях обставлены разнообразными требованиями. Расширение круга инвесторов создает увеличенное предложение денег самых разных инвесторов (от правительств и глобальной корпорации до семьи), обратной стороной такого расширенного спроса выступают риски, связанные с аукционным, «базарным» характером предложения, где финансово образованный эмитент может манипулировать, самостоятельно или с помощью квалифицированных советников, настроениями покупателя. Родоначальниками и лидерами современного законодательства о публичном размещении традиционно считают Соединенные Штаты Америки.

В размещении три основных участника: эмитент, торговая площадка (биржа) и инвестор. Они могут находиться в одной стране или в разных странах: во многих случаях, характерных для украинского бизнеса, эмитент зарегистрирован в Республике Кипр или Нидерланды, активы находятся в Украине, России и Беларуси, биржа находится в континентальной Европе (Республика Польша, Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии, Федеративная Республика Германия), а инвестором вполне может выступать фонд, зарегистрированный на Мальте с основными инвесторами из США и Канады. Защита инвесторов, подобно защите потребителей, имеет ярко выраженный национальный характер, о глобализации здесь можно говорить достаточно условно, несмотря на наличие различных трансграничных ассоциаций и заинтересованных групп. Поэтому юридические и налоговые аспекты от сочетания норм законодательств разных стран меняются как в

калейдоскопе; а в биржевой торговле, требующей подчас мгновенной реакции, такие аспекты должны быть продуманы заранее. Следует отметить, что Европейский Союз, одной из задач которого выступает свободное движение капиталов, добился взаимного признания национальной регистрации ценных бумаг в пределах своих границ. Однако множество сопутствующих ППР правил и процедур остаются в ведении стран-членов и полной гармонизации (единого порядка) публичного размещения в ЕС нет. **Соответственно, приведенный ниже текст выступает схемой подготовки к публичному размещению, однако в каждой юрисдикции может иметь дополнительные аспекты, требующие порой существенных ресурсов; наши утверждения ниже не являются полными и не заменяют юридическую или налоговую консультацию, которую следует получить у юристов и налоговых консультантов, допущенных к практике в соответствующей стране.**

Основные юридические аспекты процесса ППР могут быть поделены на следующие части:

- внутренние процедуры компании-эмитента;
- подготовка к ППР (совместно с внешними партнерами и советниками), регистрация документации у регулятора и биржи;
- обязанности эмитента после допуска бумаг к биржевым торгам;
- дополнительные требования к инвесторам (акционерам) компании, прошедшей листинг.

Внутренние процедуры компании-эмитента

Только акционерное общество может быть эмитентом допущенных на биржу акций.

Предприятия, функционирующие в любой иной форме, должны быть реорганизованы в акционерные общества.

Далее, общее собрание акционеров должно принять решение, в соответствии с которым утверждается публичное предложение акций, дематериализация акций и подача заявления для принятия акций к котировке на регулируемом рынке.

К этому моменту в компании должно быть завершено построение корпоративного управления, соответствующего минимальным требованиям как страны регистрации эмитента, так и торговой площадки. Биржи с целью повышения прозрачности компаний-эмитентов, улучшения качества общения между компаниями и инвесторами, а также укрепления защиты прав акционеров, в том числе не урегулированных законодательством, принимают этические кодексы, предполагающие принципы "соблюдай или объясняй", дающие рынку четкую и недвусмысленную информацию о соблюдении компаниями в котировочном списке правил корпоративного управления.

Теоретически компания может применять более совершенные практики по сравнению с предусмотренными кодексом, или правило кодекса может противоречить законодательству страны регистрации, поэтому случаи несоблюдения не должны восприниматься как что-то, выходящее из ряда вон. В то же время, поскольку инвестиционные модели держателей акций построены на обобщении, такие отличия выступают яркими маркерами для эмитентов. Таким образом, кодекс применяется тогда, когда он может положительно воздействовать на рыночную оценку компаний, сокращая для них стоимость капитала.

Например, Варшавская фондовая биржа (ВФБ) в Республике Польша воплотила принцип корпоративного управления допущенных компаний в "Кодексе наилучшего опыта компаний, допущенных на ВФБ" (далее - "Кодекс"), продолжающего традицию корпоративного управления в Польше. Первым официальным документом ВФБ на эту тему был сборник, известный как "Наилучший опыт управления публичными компаниями в 2002 году". Как свод правил корпоративного управления, а также стандартов отношений между компаниями в листинге и другими участниками рынка, Кодекс является важным

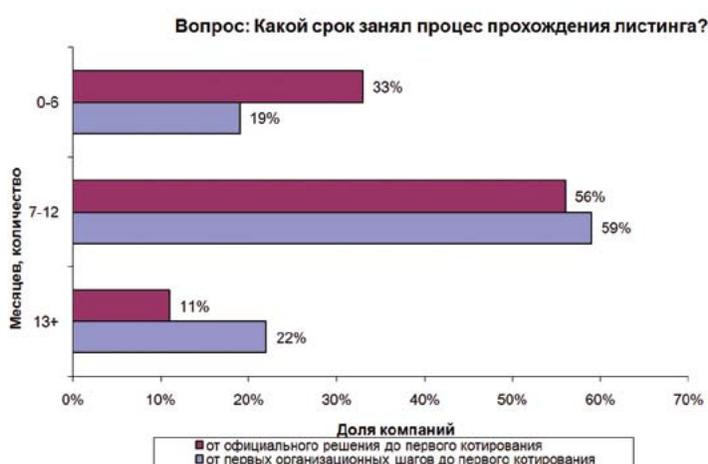
инструментом укрепления конкурентоспособности рынка, поддержки инновационного подхода к биржевому рынку. Одним из обязательств прошедших листинг эмитентов, согласно Кодексу, является обязанность компании поддерживать свой сайт и обеспечить доступ к переводу всего контента сайта на английский язык. Вместе с тем, Кодекс воздерживается от таких обременений для компаний в листинге, которые могут перевесить преимущества, вытекающие из рыночных потребностей. Это способствует привлекательности ВФБ, как для эмитентов, так и для долгосрочных держателей акций таких компаний.

Основные этапы подготовки к ППР

Для допуска акций к торгам на бирже, компании необходимо подготовить следующие документы:

- пройти финансовый аудит отчетности за последние 3 и более финансовых года;
- пройти, при необходимости, юридический аудит;
- подготовить проспект эмиссии ценных бумаг и утвердить его у регуляторного органа (органов);
- заключить договор с депозитарным учреждением (о хранении сертификата акций и клиринге операций);
- заключить договор с листинг-партнером о размещении (и начале торговли акциями) и депозитарием акций;
- подать заявку на биржу о прохождении регистрации для начала торгов;
- закончить регистрацию выпуска акций.

По данным KPMG, для выпуска бумаг на ВФБ срок от семи до двенадцати месяцев понадобился более чем половине компаний, успешно допущенных на ВФБ в 2005-2006 годах. В среднем, время от момента принятия офици-



[Источник: WSE, <http://www.wseinternational.eu/index.php?page=1571>]

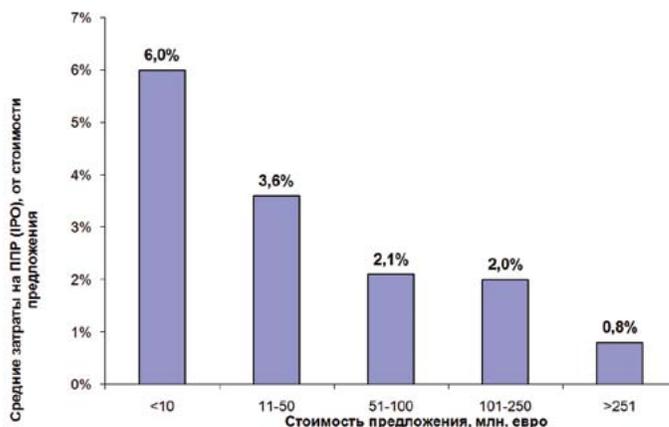
ального решения до первой котировки акций составило приблизительно восемь месяцев и три недели; и только около трети смогли осуществить это менее чем за полгода.

Затраты на ППР определяются конечной ценой предложения. Например, доля затрат в поступлениях от ППР на ВФБ в 2003-2010 годах составляла примерно 6% для незначительных предложений, в то время как затраты предложения на сумму выше 250 миллионов евро составляли в среднем лишь 0,8% от ППР⁷.

Аудит и подготовка проспекта. Допуск ценных бумаг к торгам на регулируемом рынке требует наличия информационного документа, поэтому компания обязана подготовить проспект эмиссии. Для этого компании понадобится поработать с аудитором, который проведет аудит финансовой отчетности и представит в формате, позволяющем сравнивать показатели каждого года. Отчетность направляется брокеру биржи (листинг-партнеру), который готовит публичное предложение акций компании в соответствии с требованиями о раскрытии информации. В большинстве случаев компании-эмитенту также понадобятся независимые юридические и финансовые советники – как для более быстрого прохождения специфических процедур, так и для распределения рисков, которые несет листинг-партнер перед регулятором и инвесторами.

Проспект выпуска должен содержать правдивую, точную и полную информацию, существенную для оценки экономического и финансового положения, активов и перспектив развития эмитента и гаранта обязательств, обеспеченных ценными бумагами, с учетом вида эмитента и ценных бумаг, предлагаемых к публичному размещению или допускаемых к торгам на регулируемом рынке, а также информацию о правах и обязанностях, связанных с такими ценными бумагами. Информация в проспекте выпуска должна быть изложена в форме, понятной для инвесторов и позволяющей оценить ситуацию юридических лиц (эмитента и гаранта)⁸.

Сведения в проспекте должны быть актуальными – последними из полученных / доступных эмитенту. Когда проспект содержит ссылки, к проспекту эмиссии прилагают перечень



Источник: WSE, http://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/publications/assets/Listind_in_Warsawt_eng.pdf

содержащихся в нем ссылок на информацию, обязательную для включения в проспект по применимому законодательству. Кроме того, прилагают и сами документы. Вместе с тем, если проспект в форме единого документа содержит резюме и аннотацию, эти части не могут содержать ссылки на иные документы. В резюме и аннотации (как частях проспекта, составленного в виде единого документа) излагают, без технической (узкоспециальной) терминологии, важнейшую информацию и факторы риска, относящиеся к эмитенту, гаранту, ценным бумагам, а также к размещению либо допуску таких ценных бумаг к торгам на регулируемом рынке⁹.

Регистрация проспекта. На следующем этапе компания направляет рабочий проект проспекта выпуска на согласование регулятору; последний, как правило, дает свои комментарии; эмитент напрямую или вместе с советниками ведет дискуссии относительно окончательного проекта проспекта выпуска, после чего регулятор принимает решение об утверждении проспекта.

Компания, зарегистрированная в ЕС, может получить в стране своей регистрации паспорт проспекта эмиссии, который дает право эмитенту подавать заявки для допуска ценных бумаг на какую-либо из бирж на территории ЕС, без согласования с национальным регулятором такой биржи.

Так, после принятия Польши в Европейский Союз допуск иностранной компании на Варшавскую фондовую биржу так же прост, как и польской компании. Точно так можно утверждать и в отношении бирж Германии (Франкфурт, Дюссельдорф, Мюнхен), Велико-

⁷ До 2010 года минимальная капитализация составляла 10 млн. евро. С 2011 года требуется минимальная капитализация в размере 15 млн. евро.

⁸ Информация на примере требований ВФБ

⁹ Ibidem

британии, Австрии, Бельгии и т.п. В Польше, подобно другим членам ЕС, утверждено правило «единого паспорта» Евросоюза, согласно которому любая компания, зарегистрированная в любой из стран-членов ЕС за пределами Польши, может совершить свой дебютный выпуск ценных бумаг на любой основной площадке Варшавской фондовой биржи без согласия местного регулятора - Комиссии финансового надзора Польши (Komisja Nadzoru Finansowego, далее - "ПКФН").

Договоры с профессиональными участниками рынка. Участие «листинг-партнера» - профессионального участника рынка в ППР во многих странах является законодательным требованием. При этом не только листинг-партнер должен соответствовать определенным квалификационным критериям, но и существенные условия договора с ним могут быть регламентированы; кроме того, законодательство устанавливает ответственность за деятельность профессионального участника в процессе ППР.

Прежде чем сделать свое публичное предложение, эмитент должен заключить договор с депозитарным учреждением. В Украине и Польше законодательно реализован единый депозитарный центр; в РП им является Национальный депозитарий ценных бумаг (Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, далее - "НДЦБ"). Договор с эмитентом предусматривает регистрацию ценных бумаг для ППР (глобальный сертификат выпущенных акций, которые будут торговаться). После этого публичное размещение (состоящее в сборе заявок и заключении договоров на приобретение акций) может начинаться.

Завершение ППР. Выпуск акций практически во всех странах содержит публичный элемент, как правило, регистрацию у регулятора. До окончания регистрации нового выпуска акций (в Украине – до получения свидетельства, в Польше – до регистрации в Национальном судебном реестре акций) на бирже можно торговать определенными правами на акции (опционами).

Как только сертификат акций, выпускаемых для торгов на бирже, задепонирован у депозитария, публичное предложение закрывается. После этого акции нового выпуска регистрируются (в Украине - получается свидетельство выпуска, в РП - выписка из судебного реестра). Соответственно, эмитент подает бирже заявку на включение акций в торги с указанием сег-

мента (как правило, биржи имеют несколько площадок для торгов). Во избежание накладок заявка предварительно согласовывается.

К примеру, для продажи на основном или альтернативном рынке ВФБ эмитент подает заявку Правлению биржи, которое проверяет заявку, помимо прочего, на наличие окончательного проекта проспекта эмиссии, учитывающего все рекомендации ПКФН. Заявка о допуске должна включать все акции одного и того же типа (относящиеся к одной категории), составляющие единый выпуск акций, и сопровождаться заключением инвестиционной фирмы (партнера эмитента по листингу) о соблюдении требований по допуску на биржу. Такая фирма может быть клиринговым центром, инвестиционным подразделением банка, иностранным инвестором, оказывающим инвестиционные услуги на территории Республики Польша либо же любым иным иностранным юридическим лицом, оказывающим инвестиционные услуги на территории Республики Польша, если офис такого лица зарегистрирован на территории государства-члена Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) или Всемирной организации торговли (ВТО).

Должны быть представлены также финансовые отчеты вместе с опубликованным заключением аудитора, покрывающим, по крайней мере, три года, предшествующих заявке о допуске. Однако допуск на основную площадку в любом случае возможен, если оправдан интересом компании либо инвесторов. В таком случае компания должна опубликовать информацию, достаточную, чтобы инвесторы смогли оценить как финансовое, так и экономическое состояние эмитента, а также риск, связанный с приобретением акций, которые будут допущены к биржевым торгам. ВФБ также принимает во внимание дополнительные критерии, - в числе прочих, финансовые обстоятельства потенциального эмитента, его ликвидность, прибыльность и перспективы развития.

Правление биржи принимает решение на протяжении 14 дней с даты подачи, при удовлетворении заявки в решении указываются система торгов и дата первой сессии.

Требования к состоянию компании-эмитента для прохождения в листинг и поддержания статуса

Каждая из бирж принимает собственные требования к компаниям, чьи акции торгуются, а также к самим ценным бумагам. Часто эти

требования превосходят установленные законодательством и варьируются в зависимости от площадки – такие создаются для удобства сравнения компаний (по капитализации, отраслям экономики, видам ценных бумаг), при этом можно выделить следующие виды требований:

- 1) капитализация (стоимость активов) эмитента;
- 2) структура акционерного капитала (как распределены акции перед ППР и в период торгов);
- 3) корпоративное управление и отношения с инвесторами;
- 4) информационные обязанности эмитента:
 - А) отчеты (текущие, регулярные, финансовая отчетность);
 - В) инсайдерская информация

Для примера в приложении 1 приведены требования к листингу на Основном рынке ВФБ как самой популярной юрисдикции украинского АПК.

Требования к акционерам эмитента

Информационные уведомления. Законодательство многих стран, защищая права миноритарных акционеров, также требует, чтобы акционер, достигший или превысивший определенные пороги в отношении совокупных голосов в публичной компании, уведомлял о таком факте публику. Такой акционер также обязан уведомить о соответствующем уменьшении его пакета акций. Для компаний, разместивших акции на ВФБ, порог для уведомления составляет 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 50%, 75% либо 90% от общего числа голосов, а обязанность уведомления должна быть исполнена не позднее, чем в течение 4 рабочих дней после даты, когда акционер узнал либо мог узнать, в результате соответствующей проверки, об изменении своей доли в общем количестве голосов. Если изменение вызвано приобретением акций публичной компании на регулируемом сегменте ВФБ, уведомление должно быть подано не позднее, чем 6 торговых дней с даты сделки.

Эмитент обязан незамедлительно направить информацию одновременно публике (неограниченному кругу), ПКФН и ВФБ. Он также обязан направить ПКФН в день, предшествующий общему собранию акционеров (или ранее), список акционеров, имеющих право принимать участие в собрании с указанием количества акций и голосов каждого акци-

онера. На протяжении 7 дней после даты общего собрания акционеров, эмитент также должен направить публике, ПКФН и ВФБ список акционеров, обладавших 5% и более от общего количества голосов на собрании, с указанием количества голосов каждого акционера, количества его акций и их долю в общем количестве голосов, представленных на общем собрании акционеров.

Предложение о выкупе. Предложение о выкупе совершается публично акционером публичной компании (то есть эмитента) другим акционером этой же компании с целью приобретения их акций такого эмитента. Обязанность сделать предложение о выкупе возникает, в соответствии с национальным законодательством, у акционера, который достиг или планирует достичь определенного порога голосов на общем собрании акционеров эмитента. Процедура предложения о выкупе должна позволить осуществить дисперсию акций компаний, торгующихся на бирже, и, в то же время, защитить миноритарных акционеров в компании, где доминируют другие инвесторы – путем предоставления им возможности перепродать акции. Желаящие могут обратиться к Закону Украины «Об акционерных обществах», где такая процедура выписана по аналогии с законом РФ в более коротком виде, а при размещении акций на ВФБ также ознакомиться с Законом РФ о публичном размещении. Вместе с тем, достижение определенных пороговых значений акционером может также повлечь за собой необходимость соблюдения законов о конкуренции (пороги значений при экономической концентрации), а также взаимодействия с регуляторами (например, раскрытие информации перед лицензионным или надзорным органом; например, в Украине – подача информации напрямую или через эмитента и получение согласия Национального банка Украины на существенное участие в банке Украины; уведомление и согласование с Национальной комиссией регулирования рынков финансовых услуг Украины – относительно участия в небанковских финансовых учреждениях).

Предложение о выкупе по законодательству РФ объявляют после того, как создано обеспечение не менее 100% стоимости акций, на которые распространяется такое предложение. Обеспечение должно быть подтверждено справкой банка или иного фи-

нансового учреждения, предоставившего либо содействовавшего предоставлению обеспечения. Предложение о выкупе должно быть объявлено и реализовано через юридическое лицо, осуществляющее профессиональную брокерскую деятельность в Республике Польша. Такое лицо обязано не позднее четырнадцати рабочих дней до начала подписки одновременно уведомить ПКФН и ВФБ о своем намерении сделать предложение. Проект предложения о выкупе прилагается к уведомлению.

Предложение подписаться для продажи или обмена акций (предложение о выкупе акций) необходимо в случае приобретения акционером акций в публичной компании, увеличивающих долю голосов акционера в общем количестве на более чем на 10%. Это правило применяется по отношению к держателям менее 33% совокупных голосов эмитента. Референтный период для изменения полномочий голосования такого акционера составляет 60 дней. Иными словами, если акционер планирует заполучить на 10% голосов больше в течение менее чем 60 дней, он должен запустить предложение о выкупе акций, представляющих 10% и более голосов на общем собрании акционеров эмитента.

Схожая обязанность начать предложение о выкупе возникает у акционера, владеющего 33% и более общего числа голосов: если такой акционер планирует приобрести акции, которые увеличат его полномочия по голосованию на более чем 5% в течение 12 месяцев, то его цель может быть достигнута только посредством предложения о выкупе. Кроме того, если акционер предполагает превышение порога в 33% или 66% от совокупных голосов в публичной компании, соответствующее предложение о выкупе является обязательным. Акционер, приобретающий акции "косвенно" и, таким образом, превысивший вышеуказанные пороговые значения, обязан объявить предложение о выкупе в течение трех месяцев после приобретения новых акций; такие "косвенные" приобретения могут заключаться в:

- косвенном приобретении акций;
- приобретении акций нового выпуска;
- приобретении акций в публичном предложении или же в результате неденежного взноса в компанию;
- слиянии (присоединении) или выделении компании;

- вследствие внесения изменений в устав компании;
- истечении срока действия привилегированных прав, связанных с акциями;
- в результате юридически значимого события, помимо иска.

Однако после такого "косвенного" приобретения акций предложение о выкупе не будет обязательным, если в течение трех месяцев доля такого акционера уменьшается до 33% (и менее) или, соответственно, до 66% (и менее) от общего числа голосов на общем собрании акционеров эмитента – например, в результате увеличения акционерного капитала эмитента, внесения изменений в устав эмитента либо истечения срока действия привилегированных прав по акциям.

Закон РП о публичном размещении предусматривает правила расчета минимальной цены на акции, приобретаемые в процессе обязательного предложения о выкупе; такой расчет является существенным условием соответствующего предложения. Элементами формулы, среди прочего, выступают средняя рыночная цена за шесть месяцев до момента объявления предложения или средняя рыночная цена за меньший период. В случае, если средняя рыночная цена не может быть определена, а также при возбуждении процедуры несостоятельности или банкротства, цена предложения не может быть ниже справедливой цены на акции.

Предложение о выкупе не может быть отозвано, за исключением случаев, когда иное юридическое лицо делает публичное предложение о выкупе тех же самых акций после объявления первого предложения. При этом первое предложение на оставшиеся акции компании-эмитента может быть отозвано, только если цена другого предложения о выкупе не ниже, чем цена первого предложения.

Добровольное предложение о выкупе акций вместо обязательного. Законодательством могут быть предусмотрены случаи освобождения держателя акций от обязанности сделать предложение о выкупе. В Украине обязательство является практически безусловным, что нивелируется высоким порогом для его запуска. В Польше исключения составляют следующие случаи приобретения акций (список не является исчерпывающим):

- приобретение акций такого эмитента, чьи бумаги были допущены только в

- альтернативную торговую систему или не используются в организованной торговле;
- покупатель и продавец входят в одну группу компаний;
- приобретение в процессе о неплатежеспособности или процедур обращения взыскания (все виды приобретений), приобретение обремененных залогом акций с тем, чтобы удовлетворить требования залогодержателя, имеющего право согласно иным нормативно-правовым актам, удовлетворить свои требования посредством обращения взыскания на находящийся в залоге актив; определенные случаи наследования права на акции.
- налоговый учет расходов на подготовку ППР;
- налог на эмиссионный доход (позитивную разницу между номинальной и договорной стоимостью акций);
- налоговый учет расходов на поддержание ликвидности;
- не прямые налоги в связи с ППР и последующими торгами (НДС, гербовый сбор, специальный налог на финансовые сделки);
- льготы от статуса публичной компании. Инвесторам следует учитывать такие налоговые аспекты:
- налоговый учет дохода от продажи акций (при перепродаже их по цене, превышающей цену приобретения), учет отрицательного налогового результата;
- льготы, связанные с периодом удержания акций (т.н. антиспекуляционный налог);
- наличие договоров об избежании двойного налогообложения в юрисдикции регистрации эмитента с юрисдикцией, где находится имущество эмитента (дочерние и внучатые предприятия);
- налоговые льготы (например, освобождение от налога на репатриацию дивидендов) в связи с превышением количественного порога удержания акций, длительности удержания.

Налоговые аспекты

Сделки с акциями в процессе ППР и после него могут происходить довольно часто, в связи с чем компании следует заняться налоговым планированием в отношении операций по выпуску (продаже), приобретению (выкупу) и отмене акций. Кроме того, эмитентам настоятельно рекомендуют информировать (в рамках законодательства о ППР и пост-ППР информационных обязанностях) инвесторов не только о специфических инвестиционных, но и налоговых рисках, принимаемых на себя в связи с подпиской, покупкой, удержанием и отчуждением акций. Для компании, в первую очередь, интерес представляют:

Уведомление

Настоящий обзор представлен исключительно для общего ознакомления и не может заменить юридическую консультацию. Поэтому, компания «Байтен Буркхардт П. Дашковски Сп.к.» не несет ответственность в случае действия или бездействия на основании информации, включенной в текст обзора. Для получения более подробной информации или консультации в отношении конкретных проектов обращайтесь, пожалуйста, к указанному сотруднику «Байтен Буркхардт П. Дашковски Сп.к.»



ВХІД ДО РИНКІВ КАПІТАЛУ

WWW.BEITENBURKHARDT.COM



ДОСТУП НА БІРЖОВІ ПЛАТФОРМИ
ЦЕНТРАЛЬНОЇ ЄВРОПИ

ОФІСИ У ФРАНКФУРТІ, ВАРШАВІ, МОСКВІ, КИЄВІ,
МЮНХЕНІ ТА ВАГОМИЙ ДОСВІД

- Гібридні цінні папери
- Глобальні депозитарні розписки і акції
- Делістинг
- Корпоративні облигації
- Корпоративне управління
- Лістинг на двох та більше біржових майданчиках
- Перше публічне розміщення (IPO)
- Похідні цінних паперів (деривативи)
- Повторне публічне розміщення (SPO)
- Приватне розміщення цінних паперів
- Структуровані продукти
- Юридичний аудит



КОНТАКТИ:

ВУЛ. ТУРГЕНЄВСЬКА 38 · 01054 КИЇВ · ТЕЛ.: + 38 044 4940400 · ФАКС: + 38 044 4940401

Д-Р ЮЛІАН РІС, ПАРТНЕР · JULIAN.RIES@BBLAW.COM

ОЛЕГ ЗАГНІТКО, К.Ю.Н., ПАРТНЕР · OLEG.ZAGNITKO@BBLAW.COM

BEITEN BURKHARDT



Александр ГАВРИЛЮК

Партнер направления аудиторских услуг для компаний агропромышленного сектора, KPMG в Украине



Юлия ТЕРЕЩЕНКО

Старший менеджер направления аудиторских услуг для компаний агропромышленного сектора, KPMG в Украине

4.4. Особенности аудита

В связи с неразвитостью фондового рынка в Украине, слабой защитой прав миноритарных акционеров, несовершенством юридической и судебной системы, чаще всего под выходом компаний на фондовый рынок мы, как правило, подразумеваем выход на зарубежную фондовую биржу через создание зарубежной холдинговой структуры. Только таким способом можно привлечь инвесторов, которые, несмотря на все риски, связанные с инвестированием в Украину, готовы будут инвестировать в украинский аграрный сектор.

Среди аграрных компаний, как площадка для проведения IPO, популярностью в последние годы пользовались Варшавская и Лондонская фондовые биржи. Теоретически провести IPO можно и на другой бирже, но необходимо понимать, что в силу территориальной и культурной близости, инвесторы, которые намерены вложить средства в Украину, будут искать объекты инвестиций скорее в Лондоне и Варшаве, нежели, например, в Гонконге или Нью-Йорке. Как показывает практика, большее доверие на фондовых площадках в Европейском Союзе вызывают компании, чьи материнские компании также зарегистрированы в Европейском Союзе. Поэтому мы сконцентрируем наш анализ на требованиях, предъявляемых к холдинговым компаниям, зарегистрированным в Европейском Союзе и планирующим IPO либо в Лондоне, либо в Варшаве.

Регистрация холдинга и оформление структуры собственности (перевод активов в Украине во владение зарубежного холдинга) может происходить непосредственно перед IPO. Но структура холдинга должна быть полностью сформирована к моменту подачи на утверждение регулятором проспекта эмиссии ценных бумаг.

Требования к аудиту при выходе на международный фондовый рынок будут зависеть от юрисдикции размещения холдинговой ком-

пании и выбранной фондовой биржи, а также способа привлечения средств (акции или облигации).

Для проведения IPO в ЕС компании понадобится подготовить проспект эмиссии акций в соответствии с требованиями, изложенными в Директиве ЕС 2003/71/ЕС и решении европейской комиссии № 09/2004. Эти директивы требуют от эмитентов представить в проспекте эмиссии консолидированную финансовую отчетность за трехлетний период, подготовленную в соответствии с Международными Стандартами Финансовой Отчетности (МСФО), принятыми в Европейском Союзе, и аудиторские заключения по этой финансовой отчетности. Если компания существует меньше трех лет, финансовая отчетность предоставляется за фактический период существования компании. Для выпуска облигаций будет достаточно и финансовой отчетности за два года.

Проспект эмиссии готовится в той стране, где зарегистрирован холдинг. Он утверждается комиссией по ценным бумагам в этой же стране, после чего компания получает общеевропейский паспорт, с которым может выйти на любую биржу Европы.

Как все успеть?

Планируя подготовку к IPO или просто подготовку финансовой отчетности, компания должна определить, календарный или маркетинговый год будет наиболее благоприятно отражать финансовое состояние бизнеса на отчетную дату. В украинской практике чаще всего используется календарный финансовый год. Возможность подготовки финансовой отчетности за маркетинговый год или другой период, отличный от календарного года, необходимо уточнять для каждой страны отдельно.

Всю ответственность за подготовку отчетности по МСФО несет руководство компании. Инвестиционный банк непременно заинтере-

суется, сможет ли компания самостоятельно подготовить отчетность в течение выделенных для этого сроков по требованию биржи, для того чтобы выполнять требования по обнародованию информации для инвесторов после проведения IPO. Если инвестиционный банк усомнится в способности компании готовить такую отчетность, он может отложить процесс IPO до того момента, когда компания построит внутреннюю функцию по подготовке финансовой отчетности или покажет, кого из внешних консультантов она привлечет для оказания помощи в этом процессе.

На этапе первой подготовки финансовой отчетности по МСФО компаниям, как правило, требуется внешняя помощь в подготовке/трансформации такой отчетности, требуются консультации по методологии процесса и т.д. Во многих случаях такую помощь оказывает аудиторская компания, которая также проводит аудит этой отчетности.

Когда речь идет об IPO, действуют строгие требования о разделении процессов подготовки финансовой отчетности и проверки ее аудитором. Аудиторы в такой ситуации могут предоставлять методологические консультации по МСФО, но не могут быть активно задействованы в процессе подготовки отчетности, поскольку возникает определенный конфликт интересов в том, что аудитор будет проверять свою же работу. Поэтому для компании, планирующей IPO, аудиторы будут настоятельно рекомендовать самостоятельно заниматься подготовкой отчетности, либо привлекать для этой цели внешних консультантов.

Аудиторскую проверку можно начинать еще до завершения юридической реструктуризации холдинга. В этом случае важно определить, какие именно юридические лица войдут в холдинговую структуру, и покрыть аудиторскими процедурами только эти компании. Такая финансовая отчетность может называться комбинированной, но впоследствии эта отчетность послужит сравнительной информацией для консолидированной отчетности группы после завершения реструктуризации.

Если компания делает аудит впервые, то речь, скорее всего, пойдет о том, чтобы проаудировать финансовую отчетность сразу за 3 года. Это очень трудоемкий процесс, который займет не менее 6 месяцев с момента принятия решения до момента получения подписанного заключения. В основном это связано с тем, что на этапе подготовки отчетности может

возникать много требований по проведению оценки тех или иных активов.

Например, если речь идет об основных фондах, которые приобретались в разные времена, по разным ценам и на разных условиях, то компания может захотеть оценить стоимость фондов на начало того трехлетнего периода, который будет представлен в отчетности. Помимо этого, для агрокомпаний необходимо оценить биологические активы (собранные урожаи, озимые, скот и т.д.) на все отчетные даты, оценить активы дочерних компаний, корпоративные права в которых приобретались группой в течение проверяемого периода, и т.д. Такая работа проводится независимым оценщиком и проверяется аудитором. При этом, если компания никогда не готовила консолидированную отчетность, достаточно много времени потребуется, чтобы определить внутригрупповые операции и сверить остатки и обороты между компаниями группы. Помимо прочего, скорость выполнения проверки будет зависеть от степени отлаженности бухгалтерских систем предприятия и от того, насколько быстро финансовая служба сможет предоставить необходимую аудитору информацию. Поэтому прежде чем аудиторы начнут работу по проверке финансовой отчетности, большую часть работы по подготовке информации должны выполнить сами сотрудники компании.

Аудит третьего года является критической точкой в процессе, поскольку он должен быть завершен в предельно сжатые сроки. Период актуальности финансовой информации ограничен. Если компания не успеет завершить аудит вовремя, возникнет необходимость готовить промежуточную информацию (например, за первый квартал), которая также должна будет войти в проспект эмиссии. На этом этапе слаженность работы всех участников проекта и понимание его важности для компании будут очень критичны для успеха всего проекта. Руководству также важно понимать, что процесс подготовки к IPO и проведения аудита потребует существенного вовлечения самого руководства и, соответственно, отвлечет его от других проектов и задач.

Выбор аудитора

Выбор аудитора зависит от того, на каких инвесторов ориентируется компания. Как правило, компании, планирующие IPO, выбирают аудитора с хорошей репутацией, пользующе-

гося доверием инвесторов и имеющего богатый отраслевой и международный опыт.

Если компания захочет сменить аудитора в течение трех отчетных лет, которые должны быть представлены в проспекте, возможна ситуация, когда новый аудитор не согласится с суждениями предыдущего. Для проспекта эмиссии ценных бумаг такая ситуация неприемлема. В этой ситуации инвестиционный банк потребует от компании перевыпуска финансовой отчетности и аудиторского заключения, что сопряжено с еще большими финансовыми и ресурсными затратами. Смена аудитора, в течение периода подготовки к IPO также может вызвать вопросы со стороны потенциальных инвесторов.

Роль аудитора в процессе IPO

Помимо аудиторских функций, аудиторские компании могут оказывать ряд консультационных услуг в процессе IPO, поэтому выбор аудитора должен включать оценку и понимание того, какие еще услуги может оказать аудиторская компания во время IPO.

Как правило, инвестиционные банки привлекают аудиторов к своим due diligence-процедурам по компании и по проспекту эмиссии. Проспект эмиссии проверяется аудитором на предмет соответствия данных финансовой отчетности и логичности их представления. Помимо этого инвестиционный банк может попросить аудитора актуализировать информацию по событиям, которые произошли в период с последней отчетной даты до даты подписания проспекта эмиссии, а также привлечь его к проведению юридического due diligence или прояснения каких-то налоговых моментов. Также аудитор может делать заключение по прогнозам денежных потоков и оборотного капитала, которые готовит компания для проспекта эмиссии. Некоторые биржи просят такие прогнозы на 12 месяцев вперед. Как правило, инвестбанки поручают проверку адекватности и реалистичности такого прогноза аудиторам.

Требования бирж по подготовке финансовой отчетности после IPO различны. Как правило, отчетность готовится и публикуется каждые полгода. Промежуточная (полугодовая) отчетность аудиторским процедурам не подлежит.

Этапы аудита

Очень желательно, чтобы перед началом аудиторской проверки руководство провело разъяснение для сотрудников компании, в котором бы рассказало, кто такой аудитор и ка-

ковы цели его работы. Это поможет сотрудникам понять важность проводимых процедур, важность выполнения сроков и поможет обеспечить аудиторам быстрый доступ ко всей необходимой информации.

Аудиторская проверка проводится в два этапа – предварительный и окончательный. Иногда эти этапы могут быть объединены.

На предварительном этапе основной целью работы аудитора является знакомство с организацией, определение ключевых рисков и планирование аудиторских процедур. На этом этапе аудиторская команда также определяет уровень материальности (существенности) для финансовой отчетности – тот порядок цифр, на который инвестор будет обращать внимание, определяемый, например, как процент от прибыли до налогообложения, или от объема продаж, общих активов или капитала и т.д. Для финансовой отчетности может быть критичной ошибка, которая превышает показатель материальности и количественно либо качественно влияет на результаты или представление финансовой отчетности.

На финальном этапе происходит непосредственная работа с цифрами по закрытому финансовому периоду: с моделью оценки биологических активов, основных фондов, аналитическими процедурами относительно разных статей отчетности – продаж, запасов и пр., – выработка подходов и обсуждение проводок по каждой отдельной статье с руководством компании и проведение детальных аудиторских тестов. Целью финального аудита является выдача аудиторского заключения. Кроме того, непосредственно перед подписанием аудиторского заключения руководство компании подписывает письмо-представление руководства, в котором отражен список неоткорректированных аудиторских разниц. Если разницы не существенны для финансовой отчетности, то аудитор выдает «чистое» заключение. Если же присутствуют существенные аудиторские разницы, то аудитор будет предлагать их исправление, либо внесет оговорки в аудиторское заключение.

Нужно также понимать, что проведение IPO – это проект, сопряженный с дополнительными рисками, как для руководства компании, так и для аудитора. Поэтому аудитор будет подходить к проверке такой компании с двойным вниманием, и это может сказаться также и на увеличении стоимости такой работы.

Аудиторское заключение

Отсутствие оговорок в аудиторском заключении, которое подтверждает правильность подготовки отчетности, является желательным, но не обязательным результатом для компании, которая планирует IPO.

Часто такое «чистое» заключение выдать невозможно. Предположим, компания сегодня решила начать подготовку к IPO. Узнав о том, что необходимо провести аудит отчетности за три года, она обращается в аудиторскую компанию с такой задачей. При этом два из упомянутых трех лет, которые нужно проверить, уже закончились. У аграрной компании на каждую отчетную дату формируется большой остаток запасов и биологических активов. Для подтверждения этих остатков аудиторю необходимо убедиться в их физическом наличии путем участия в инвентаризации, проводимой компанией вблизи отчетной даты. Поскольку аудит проводится за уже давно прошедшие периоды, подтвердить остатки запасов и биологических активов на эти отчетные даты уже невозможно. Результатом будет оговорка в аудиторском заключении о том, что аудиторы не участвовали в инвентаризации и не могут подтвердить остатки на исторические даты.

Оговорки могут выноситься и по другим причинам: неподтвержденные документально операции, неправильный учет, ограничение доступа аудитора к информации, неправильная оценка основных средств на первую дату, представленную в финансовой отчетности и т.д. Любые оговорки в заключении являются недостатком с точки зрения инвестора, поэтому компания должна стремиться к тому, чтобы иметь чистое аудиторское заключение. Однако разные типы оговорок воспринимаются по-разному. Например, упомянутая выше оговорка по инвентаризации, скорее всего, вызовет понимание у инвесторов, поскольку компания решила проводить аудит сравнительно недавно. А вот оговорки, вызванные неправильным учетом операций или ограничением доступа аудиторов к информации, будут, скорее всего, оценены очень критично.

Выводы

Учитывая все эти нюансы, хотелось бы порекомендовать компаниям, планирующим привлечение средств на зарубежных фондовых рынках, не откладывать начало процесса аудита на потом, а начинать его как можно раньше, чтобы избежать неприятных сюрпризов на этапе, когда уже задействовано и потрачено много средств и усилий. Нужно помнить, что аудитор – это ваш независимый помощник и консультант, который многое сможет подсказать. Ведь в лице компании, планирующей IPO, он получает надежного клиента на многие годы совместной работы.

Какой аудитор будет подписывать заключение?

Аудиторское заключение по компании, зарегистрированной в ЕС, должен подписывать аудитор, зарегистрированный в той же стране. Соответственно, с точки зрения комиссии по ценным бумагам, которая будет утверждать проспект эмиссии акций, желательно, чтобы и заключение по отчетности, которое попадает в проспект эмиссии, тоже выдавалось аудитором, который впоследствии будет проверять компанию.

Из этого правила есть исключения. Например, холдинговая компания может размещаться в Украине и готовить консолидированную отчетность, включая последний 3-й год, который попадет в проспект эмиссии. Если за месяц до IPO эта компания создаст холдинг за рубежом, куда переведет все свои украинские активы, она может представить в проспекте эмиссии только историческую отчетность, подготовленную украинской компанией. Соответственно, аудиторское заключение, которое выдавалось этой компании, может быть подписано аудитором, зарегистрированным в Украине.

Позже, когда холдинг будет сформирован и начнет готовить консолидированную отчетность, заключение уже должно быть подписано аудитором в той стране, где размещается холдинг. Поэтому, во избежание разногласий между этими двумя аудиторами, рекомендуется проводить консультации и находить общие подходы к финансовой отчетности данной компании на этапе аудита исторических периодов в процессе подготовке к IPO. Ситуация, описанная в данном случае, называется «сложной финансовой историей» и такой подход к представлению финансовой отчетности в проспекте эмиссии должен быть заранее согласован с комиссией по ценным бумагам, которая впоследствии будет утверждать проспект. Для этих целей могут пригодиться проспекты эмиссий других компаний, осуществивших IPO в последние годы, и имевших похожую ситуацию.



Алексей АРИСТОВ

Младший директор, Корпоративные финансы – сопровождение транзакций, аудиторско-консалтинговая компания Deloitte

4.5. Особенности финансового анализа для сельскохозяйственных предприятий

Вопрос о том, как убедить инвесторов и создать основу для их мотивированного инвестиционного решения, а также о предоставлении средств конкретной компании всегда являлся сложным. Поэтому, кроме подтвержденной аудитом финансовой отчетности и особенностей проведения аудита, о которых говорилось в предыдущем разделе, необходимо обеспечить подробное раскрытие информации и провести анализ хозяйственной деятельности компании, ее финансовых и операционных показателей деятельности, планов относительно будущего развития и анализа общей экономической ситуации, а также отрасли и рынка в целом. Ниже представлено краткое описание процедурных вопросов относительно подготовки информации для такого анализа, объема информации и конкретных аспектов ее изучения, характерных для украинских сельскохозяйственных предприятий, которые намерены выйти на международные рынки капитала.

Процедурные вопросы

На первой стадии подготовки маркетинговой и регистрационной документации для IPO, которая обычно начинается в период от 6 до 12 месяцев до выхода на биржу, происходит сбор информации о компании и отрасли, в которой она работает. Этот процесс называется пред-инвестиционным анализом перед выходом на IPO.

- Этот процесс является чрезвычайно важным для консультантов и руководства группы, поскольку каждый участник, вовлеченный в подготовку проспекта эмиссии и другой регистрационной документации, потенциально отвечает за существенное искажение или замалчивание информации, за исключением случаев, когда такой участник не может определить, была ли проведена достаточная проверка для определения точности информации (кроме самой компании, которая несет строгую ответственность и не может использовать такое средство защиты).
- Процесс прединвестиционного анализа может оказаться достаточно сложным для компании, поскольку руководство должно подготовить и предоставить большой пакет документации своей рабочей группе консультантов. И хотя иногда этот процесс может показаться неприятным, он является не только необходимой составляющей всего процесса, но и может принести настоящую ценность для компании - чем лучше разные участники рабочей группы понимают компанию и ее хозяй-

ственную деятельность и чем больше в них информации, тем эффективнее они помогут компании продать ее акции и защитить компанию и участников рабочей группы от ответственности.

- В Приложении 2 приводится краткое изложение основной информации, которая будет необходима рабочей группе для выполнения требований до прединвестиционного анализа, а также чтобы она могла разработать проект проспекта эмиссии и сопровождающих маркетинговых материалов;
- Для упрощения процесса подготовки и предоставления такой информации, а также ее распространения среди группы консультантов, многие компании используют различные варианты организации виртуальной комнаты данных (VDR) - сервис обмена информацией в режиме online, что оптимизирует прединвестиционный анализ, трансформируя традиционную комнату данных на бумажных носителях в безопасный и централизованный сервис обмена данными в режиме online, доступный через сеть Internet. Это решение упрощает условия сотрудничества между участниками рабочей группы и помогает сэкономить время и ресурсы для руководителей компании, не отвлекая их внимание от хозяйственной деятельности.

Объем информации для анализа

Всю важную информацию о компании и ее хозяйственной деятельности специалисты рабочих групп предоставляют в следующих документах:

- Презентация руководителя - основной маркетинговый документ, в котором особое внимание необходимо сосредоточить на факторах инвестиционной привлекательности и бизнес-стратегии;
- Проспект эмиссии и другая регламентированная регистрационная документа-

ция, в которой основное внимание сосредотачивается на сферах риска и обеспечении раскрытия всей необходимой информации.

Обычно такие разделы требуют от руководства существенных усилий, а также соответствующего анализа:

<p>1. Обзор рынка и отрасли</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Общая информация об украинской экономике и ее сельскохозяйственном сегменте; • Мировые сельскохозяйственные рынки, торговля и цены на них, конкурентоспособность и перспективы Украины; • Основы и базовая стоимость украинского сельского хозяйства; • Развитие местного рынка и инфраструктуры; • Специальные рынки для продукции компании (особенно в случае вертикально интегрированных хозяйств); • Основные вопросы нормативного регулирования и налоговые льготы. 	<ul style="list-style-type: none"> • Доступные в открытых источниках отчеты • Международного валютного фонда и Всемирного банка; • Министерства сельского хозяйства США; • Продовольственной и сельскохозяйственной организации Объединенных наций; • Исследовательского института политики сельского хозяйства и продовольствия США; • Сельскохозяйственной статистики ЕС; • Государственного комитета статистики Украины; • Специальных отраслевых отчетов, подготовленных независимыми аналитическими агентствами.
<p>2. Обзор хозяйственной деятельности</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Описание ключевых хозяйственных подразделений и их конкурентные преимущества; • Краткий обзор основных активов, их мощностей и местоположения (земельные участки, мощности по переработке); • Эффективность операционной деятельности (например, урожайность, качество земли, эффективность переработки) и сравнение со средними показателями в Украине; • Описание основных производственных циклов; • Основные отношения с поставщиками и закупки; • Операции по продажам, риски, клиенты и ценообразование; • Основные обременения и судебные разбирательства. 	<ul style="list-style-type: none"> • Вышеуказанные отчеты; • Подтверждена аудитом финансовая отчетность; • Отчет о КПЭ для руководства
<p>3. Обзор финансовой и операционной деятельности</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Обсуждение с руководством и анализ финансовых показателей операционной деятельности с учетом ключевых показателей эффективности (КПЭ) операций и основных факторов, влияющих на операционную деятельность; • Описание основных неоперационных статей. 	<ul style="list-style-type: none"> • Проверенная аудитом финансовая отчетность и бухгалтерские отчеты; • Отчет о КПЭ для руководства
<p>4. Операции с вовлеченными сторонами и существенные договоры</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Описание операций с вовлеченными сторонами; • Краткий обзор существенных договоров 	<ul style="list-style-type: none"> • Информация от руководства.

Вопросы особой важности для сельскохозяйственных предприятий

Из широкого перечня всех особенностей аграрного сектора, ниже изложены наиболее общие вопросы, характерные для украинских сельскохозяйственных компаний, а также предлагается перечень информации, которую необходимо раскрывать для обеспечения адекватного анализа.

Земельный банк

Обычно земельный банк является самым ценным активом любой сельскохозяйственной компании, однако имел место ряд случаев, когда неспособность эффективно управлять своим земельным банком приводила к ухудшению показателей деятельности и падению стоимости публичных украинских компаний. Поэтому анализ качества и эффективности земельного банка является чрезвычайно важным и обычно требует раскрытия следующей информации:

- Качество почв и место размещения земельных участков, право собственности на землю и состояние регистрации договоров аренды, анализ продолжительности аренды, распределение земельного банка на земле для культивации и сбора урожая и других целей (залежные земли, пастбища);
- Историческая доходность в сравнении со средними показателями в Украине и мире, подход к севообороту, наличие и виды машин, используемых для обработки земли.

Еще одним общим вопросом является признание прав на аренду земли в качестве нематериального актива на балансе компании, которое применяется к приобретенным правам на аренду земли. Оценка приобретенных прав на аренду земли зависит от среднего срока аренды, качества почв и состояния регистрации договоров аренды в соответствующих государственных органах.

Толкование МСФО 41 и его влияние на финансовую отчетность

МСФО 41 предусматривает учет биологических активов (живых животных или растений) во время процесса биологической трансформации (процессов роста, дегенерации, продуцирования и воспроизведения) и первоначальную оценку сельскохозяйственной продукции (собранного урожая, биологических активов предприятия) на время уборки урожая.

Прибыль от определения справедливой стоимости урожая на полях обычно включается в состав прибыли до вычета процентов, налогов, износа и амортизации (ЕБИТДА) и составляет большую часть для компаний, занимающихся производством зерна. В то же время, эти доходы превращаются в денежные средства только после продажи соответствующей сельскохозяйственной продукции, которая может иметь место даже в следующем финансовом году в зависимости от стратегии компании - продавать или хранить урожай.

Использование консервативных предположений относительно урожайности, цен на продукцию и затрат на завершение производства и продаж поможет избежать неприятного подсчета убытков после сбора урожая в результате сделанной предварительно сверхоптимистической оценки справедливой стоимости.

Вовлеченные стороны

Перспективы повышения цен на рынках сельскохозяйственных товаров стимулировали рост холдинговых компаний, которые владели большими массивами земли, и инвесторов, которые занимались другой хозяйственной деятельностью. Это одна из причин, почему операции и остатки по операциям с вовлеченными сторонами являются вполне обычным явлением для сельскохозяйственных предприятий и требуют тщательного рассмотрения информации. Обычно инвесторов волнует наличие условий осведомленности, заинтересованности и независимости в операциях между вовлеченными сторонами, и они обычно требуют прекращения, насколько это возможно, таких операций.

Государственная поддержка сельскохозяйственного производителя: Налоговые выплаты и поощрения

Согласно государственной политике и ради содействия развитию сельскохозяйственной отрасли, в Украине действуют различные виды поддержки украинских сельхозпроизводителей. Основными видами являются:

- При применении режима Фиксированного сельскохозяйственного налога (ФСН) сельскохозяйственные компании, занятые в производстве, переработке и продаже сельскохозяйственной продукции, имеют право зарегистрироваться плательщиками ФСН, при условии, что их продажи сельскохозяйствен-

ных товаров собственного производства или продукции собственной переработки составляют не менее 75% от их валовых доходов;

- Разрешение на сохранение НДС для сельхозпроизводителей. Это дает право сельхозпроизводителям в Украине, в том числе их группам, оставлять себе разницу между суммой НДС, которую они начисляют на операции продажи своей сельскохозяйственной продукции (по ставке 20%, которая должна уменьшиться до 17% после 1 января 2014 года) и входным НДС, который они платят за товары или услуги, приобретенные для своих сельскохозяйственных операций, и не перечислять эти суммы в государственный бюджет;
- А также некоторые прямые субсидии (например, компенсация соответствующих процентных расходов по кредитам, полученным от украинских банков), чье влияние постоянно уменьшается в силу отсутствия средств в бюджете.

Торговые ограничения и регулирование цен

Торговые ограничения в виде введения квот и экспортных пошлин (как прямых, так

и косвенных, например, отмены возмещения НДС для трейдеров), которые ставили своей целью покрытие дефицита государственного бюджета, обычно не устанавливаются на продолжительный период времени. Кроме того, Правительство Украины имеет возможность контролировать цены на сельскохозяйственные товары различными способами, например, путем установления лимитов на наценки или дисконты для определенных видов сельскохозяйственных товаров; установление лимитов на прибыльность операций оптовой и розничной торговли; установление минимальных и максимальных интервенционных цен для определенных видов сельскохозяйственных товаров.

В то же время существует ряд способов, которые используют компании для уменьшения своей зависимости от таких ограничений и нормативно-правовых актов. Соответственно для компаний важно должным образом изучить информацию о влиянии торговых ограничений и специальных нормативно-правовых актов на их хозяйственную деятельность и финансовые показатели деятельности.





Палітра рішень для аграрного бізнесу

- Міжнародний аудит
- Підготовка та супровід IPO
- Реструктуризація агрогруп
- Супровід купівлі та продажу агробізнесів
- Внутрішні контролю та корпоративне управління
- Бізнес-план та стратегія
- Оцінка та моделювання

www.deloitte.ua
+38 (044) 490 90 00

© 2012 ПрАТ «Делойт енд Туш ЮСК». Усі права застережено.

Deloitte.



Марчин БАРТЧАК

Партнер, Salans Варшава
MBartczak@salans.com



Инга ДУЛЬСКА

Старший юрист, Salans Варшава
IDulska@salans.com

5. Деятельность компании после первичного размещения

5.1. Обязательства после первичного публичного размещения (пост-IPO обязательства) иностранных компаний, прошедших листинг на Варшавской фондовой бирже

Иностранные эмитенты на ВФБ

ВФБ является одним из наиболее энергичных и привлекательных рынков для листинга в Европе. Она представляет особый интерес для компаний из Восточной Европы, в особенности Украины.

Правила ЕС, введенные в Польше, упростили для иностранных компаний, зарегистрированных в государстве-члене ЕС, прохождение листинга на ВФБ. Это широко используется украинскими компаниями, стремящимися привлечь финансирование на польском рынке. Они используют люксембургские, кипрские или голландские специальные проектные компании (СПК), чьи акции обычно размещаются только в Варшаве. Самой распространенной является структура, при которой акциями украинских компаний владеют СПК Люксембурга, Кипра или Голландии, а акции самой СПК котируются на ВФБ. Причина заключается в том, что эмитент может таким образом составить проспект в соответствии с Правилами ЕС, действующими в каждом государстве-члене ЕС, утвердить его в органах управления Люксембурга/Кипра/Нидерландов и «паспортизировать» проспект в Польше.

Иностранные эмитенты в качестве польских публичных компаний

IPO является лишь первым шагом на пути к успеху. Листинг означает обязанности для эмитента. Все компании, прошедшие листинг на ВФБ, имеют статус польских публичных компаний и выполняют определенные обязанности. Подразумевается, что публичная

компания имеет хотя бы одну дематериализованную акцию (то есть в бездокументарной форме) посредством регистрации в Польском национальном депозитарии ценных бумаг. На практике это означает, что в то время как публичным компаниям не обязательно проходить листинг, все компании, прошедшие листинг на ВФБ, являются публичными компаниями.

Пост-IPO обязательства

Все компании, прошедшие листинг, включая иностранные компании, и в определенной степени их акционеры, члены правления и другие органы, должны выполнять ряд обязательств. Есть три группы обязательств по раскрытию информации: а) раскрытие текущей, периодической и внутренней информации; б) обязательство по уведомлению о сделках с существенным пакетом акций; в) обязательство по проведению открытых торгов.

Ключевые законодательные акты: (i) Акт от 29 июля 2005 года о публичных предложениях, условиях, регулирующих допуск финансовых инструментов к организованной торговле, и о публичных компаниях («Акт о публичном предложении») и (ii) Акт от 29 июля 2005 года о торговле финансовыми инструментами и связанные с ним исполнительные правила.

Общая картина обязательств

Прошедшая листинг (то есть публичная) компания должна одновременно предоставить Комиссии по финансовому надзору Польши (FSA), ВФБ и информационному агентству следующую информацию:

- текущую и периодическую информацию – подробную информацию в текущем или периодическом отчете; конечные сроки для раскрытия указаны в законе;
- внутреннюю информацию, касающуюся компании (компаний), прошедшей(-ых) листинг, финансового инструмента (инструментов) или приобретения/отчуждения таких инструментов, которая не стала публичной, а если бы стала таковой, то существенно повлияла бы на цены финансовых инструментов или сопутствующих деривативов. Конкретные лимитированные сроки ограничивают торговлю акциями должностными лицами корпораций. При этом никому не разрешено использовать внутреннюю информацию, если она не раскрыта в соответствии с требованиями Акта о публичном предложении. Эта нечеткая формулировка закона вызывает на практике множество проблем.

Раскрытие информации компаниями, прошедшими листинг в других странах, может подпадать под соответствующие правила государств-членов ЕС (смотрите ниже), но правила будут по большому счету похожими в силу единообразного законодательства ЕС. Однако польское законодательство будет применяться во всех аспектах, кроме объема информации, которая разглашается, и сроков. Этот вопрос требует индивидуального подхода.

Что касается уведомлений о существенных пакетах акций, Акт о публичном предложении устанавливает исчерпывающий список порогов, при достижении или переступлении (вверх или вниз) которых, вступает в действие обязанность по уведомлению. Это: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33 1/3%, 50%, 75% или 90% от общего количества голосов в публичной компании. Причиной для некоторых уведомлений является приобретение конкретного пакета акций (голосов), например, когда существующее распределение акций более 10% голосов изменяется хотя бы на 2% голосов или существующее распределение акций более 33% голосов изменяется хотя бы на 1% голосов.

В довершение всего, существуют определенные обязательства, связанные с организацией открытых торгов при превышении порога в 33 и 66% голосов в компании, прошедшей листинг, и в случае приобретения более 10% голосов в срок, менее чем 60 дней (если инвестор владеет менее 33% голосов в публичной

компании), или если инвестор, обладающий 33% или больше голосов в данной публичной компании, намерен приобрести в срок, менее чем 12 месяцев, акции, представляющие более 5% голосов.

Самое главное, эти обязательства по уведомлению и в некоторой степени обязательства открытых торгов применяются не только к прямым владельцам акций, но также и к непрямым владельцам, сторонам, действующим сообща, субъектам, на счет которых или по требованию которых акции приобретаются/продаются третьим лицом от имени вышеупомянутого третьего лица (если только третье лицо не является брокерской фирмой) и т.д. По этой причине, каждый случай непрямого владения следует анализировать отдельно. Также изменение контроля над субъектом, владеющим акциями в публичной компании, может спровоцировать обязательство по уведомлению, а требования по уведомлению применяются к членам органов компании, прошедшей листинг, и связанным с ней лицам/субъектам.

И уведомление, и обязательства открытых торгов хотя и касаются акционеров/будущих акционеров компании, прошедшей листинг, также включают в себя обязательства непосредственно со стороны компании, прошедшей листинг: раскрывать информацию FSA Республики Польша и общественности, издавать заключения об открытых торгах и т.д.

Некоторые практические проблемы

Что важно для иностранных компаний, прошедших листинг на ВФБ, большинство из вышеприведенных обязательств должны выполняться в соответствии с польским законодательством. Если быть точнее, открытые торги и уведомления о существенных пакетах акций касаются всех польских публичных компаний (или, еще точнее, существующих или будущих акционеров, членов правления и т.д. таких компаний) и должны выполняться в соответствии с польским законодательством.

Это решение безупречно работает для иностранных компаний, прошедших листинг только на ВФБ. Практические проблемы возникают когда компания имеет двойной листинг – требуется тщательное планирование при организации открытых торгов или сделок по продажам акций согласно польскому законодательству и законодательству другой юрисдикции.

В случае с иностранными компаниями, прошедшими листинг, обязательства по раскры-

На службе интересам клиентов в любой точке мира



Наши офисы расположены в основных финансовых центрах мира: от Нью-Йорка до Лондона, Франкфурта и Гонконга – наши эксперты к Вашим услугам.

В самых сложных задачах мы видим возможности для успеха. Мы понимаем Ваш бизнес и предлагаем юридические решения, которые соответствуют Вашей стратегии.

Кроме обширного опыта в сопровождении международных IPO и листинга на ведущих биржах, наши услуги включают юридическую поддержку в отношении и других аспектов функционирования рынков капитала. Привлечение долгового финансирования и выпуски облигаций – лишь некоторые из них.

Рынки капитала – это больше, чем IPO!

Роберт Михельс, Партнер
e-mail: rmichels@salans.com
Salans Франкфурт
Бизнес-центр Pollux, Платц-дер-Айнхайт 2
60327 Франкфурт, Германия
Тел: +49 69 45 00 12 0

Олег Батюк, Партнер
e-mail: obatyuk@salans.com
Salans Киев
Владимирская 49-А, 2й этаж
01034 Киев, Украина
Тел: + 380 44 494 47 74

www.salans.com

 **SALANS**
INTERNATIONAL LAW FIRM

тию информации специально регулируются польским законодательством. Применимым правом является законодательство Польши. К этому правилу добавляется положение, относящееся к иностранным компаниям, прошедшим листинг на ВФБ, которые в некоторой степени регулируются законодательством страны происхождения (для украинских компаний страной происхождения обычно является Люксембург, Нидерланды или Кипр). Следовательно, обязательства по раскрытию информации иностранных компаний, прошедших листинг на ВФБ, регулируются двумя правовыми режимами:

- относительно объема и временных рамок – законодательством страны происхождения
- относительно всех других аспектов – польским законодательством, например, обязательств, касающихся внутренней информации, установленных ограничительных сроков, методов раскрытия информации, методов отсрочки раскрытия внутренней информации и много других.

Это правило вызывает большие практические проблемы, поскольку одновременное применение двух правовых режимов приводит к противоречиям и отсутствию ясности.

Некоторые проблемы касательно объема информации для раскрытия могут возникнуть у иностранных компаний с двойным листингом. И хотя все государства-члены ЕС имплементировали Директиву ЕС о Прозрачности (EU Transparency Directive) в национальное законодательство, местные законы все равно отличаются.

Следовательно, надлежащее исполнение обязательств по раскрытию является сложным, и FSA очень обеспокоена этим вопросом. FSA постоянно контролирует выполнение обязательств по раскрытию информации всеми польскими публичными компаниями. В то же время последствия неисполнения или ненадлежащего исполнения весьма серьезны и приводят к существенным нормативным и определенным судебным рискам. Однако судебный риск станет еще более значимым в ближайшие годы из-за Акта о групповом иске в Польше: ожидается, что розничные инвесторы начнут возбуждать дела против компаний, прошедших листинг, за ненадлежащее выполнение обязательств по раскрытию (в том числе требований к проспекту).

Нормативные риски – высоки. Если страна происхождения компании, прошедшей листинг, является другим государством-членом ЕС, а Польша только лишь принимающая страна, и иностранные компании, прошедшие листинг на ВФБ не выполняют (не полностью выполняют) свои обязательства по раскрытию, FSA Польши сообщает об этом органу управления финансового рынка страны происхождения. Если другой орган управления не предпринимает действий, FSA Польши может наложить штраф непосредственно на компанию-нарушителя до 250,000 евро и/или снять акции с котировки на ВФБ (временно или на неопределенный срок). Существуют также большие штрафы за невыполнение или ненадлежащее выполнение обязательств по уведомлению или открытым торгам.

Резюме

Иностранные компании сталкиваются с комплексом правил польского, иностранного законодательства и законодательства ЕС при выполнении пост-IPO обязательств. Проблемы, которые мы видим на практике, достаточно сложные и привели в настоящее время к нормативным рискам.

Для минимизации риска ключевыми элементами являются детальный анализ правового положения компании, прошедшей листинг в части пост-IPO обязательств, применение строгих внутренних процедур по соблюдению всех обязательств и гарантия того, что Ваши работники достаточно подготовлены в этом отношении.

Salans Варшава

Rondo ONZ I, 00-124 г. Варшава, Польша

Тел: + 48 22 242 52 52

www.salans.com



Роберт МИХЕЛЬС

Партнер, Salans Франкфурт



Д-р Александра ЦЕХ

Советник, Salans Франкфурт

5.2. Условия листинга и пост-листинговые обязательства на Франкфуртской фондовой бирже

Украинские компании обычно получают доступ к международным рынкам капитала путем размещения и непосредственного листинга акций холдинга, который не имеет статуса резидента в Украине, или размещения и листинга глобальных депозитарных расписок (ГДР), которые представляют котируемые акции украинских эмитентов или котируемые/не котируемые акции холдинга, не имеющего статуса резидента в Украине, на зарубежных биржах. В то время как первая волна украинских эмитентов, начавшаяся в 2005 году, в основном ориентировалась на AIM сегмент Лондонской фондовой биржи, многие из украинских компаний в 2007 и 2008 годах котируются на нерегулируемом сегменте (First Quotation Board (FQB) и Second Quotation Board (SQB) на Open Market (рынок, регулируемый биржей, – неофициальный рынок) Франкфуртской фондовой биржи (ФФБ). В 2010 году эта тенденция сменилась в сторону регулируемых рынков, преимущественно Варшавы и Лондона.

Рыночные сегменты ФФБ

Для листинга ценных бумаг на ФФБ эмитенты могли раньше выбирать между регулируемым рынком (General Standard/Prime Standard) и рынком, регулируемым фондовой биржей, так называемым Open Market (First/Second Quotation Board и Entry Standard). В SQB допускаются к торговле только те ценные бумаги, которые уже прошли листинг на какой-либо бирже, признанной Немецкой фондовой биржей (Deutsche Börse). В случае с ГДР достаточно, если акции, представляемые ГДР, котируются в официальном биржевом сегменте (например, ПФТС на Украине). Ценные бумаги, котирующиеся в FQB (или представляемые акции, в случае ГДР), не могут одновременно котироваться ни на какой другой бирже, признанной Немецкой фондовой биржей. В декабре 2011 года ФФБ приостановила все новые котировки на FQB и

планирует закрыть сегмент FQB в декабре 2012 года.

В General и Prime Standard, являющихся регулируемыми рыночными сегментами, действуют пост-листинговые обязательства, предусмотренные положениями Директивы ЕС о Прозрачности (EU Transparency Directive). General Standard сопоставим с Главными Рынками (Main Markets) в Лондоне и Варшаве в отношении критериев доступа и пост-листинговых обязательств. Prime Standard налагает в свою очередь более строгие пост-листинговые обязательства на эмитентов, чем Директива ЕС о Прозрачности. Для доступа на регулируемые рыночные сегменты, как правило, требуется проспект ценных бумаг.

Главными пост-листинговыми обязательствами в соответствии с Немецким Законом о Торговле Ценными Бумагами (WpHG) являются:

- публикация годовых отчетов, подготовленных в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета (МСФО) (не позднее чем через четыре месяца после окончания финансового года),
- публикация полугодовых финансовых отчетов (не позднее чем через два месяца после окончания первых шести месяцев финансового года) и промежуточный отчет руководства (за первый и третий квартал),
- раскрытие информации о коммерческих сделках директоров,
- раскрытие информации ad-hoc,
- сообщение о достижении определенных порогов права голоса.

По отношению к действующим пост-листинговым обязательствам, стоит подчеркнуть, что пост-листинговые обязательства на

регулируемом рынке, применяемые к акциям, отличаются от пост-листинговых обязательств, применяемых к ГДР, в особенности в General Standard. Эмитент ГДР (или точнее эмитент акций, представленных размещенными ГДР), допущенных в General Standard, к примеру, не обязан опубликовывать полугодовые финансовые отчеты и промежуточные отчеты руководства. В случае если акции, лежащие в основе депозитарных расписок, не допущены к торгам на регулируемом рынке согласно разделу 2 параграфа 5 Немецкого Закона о Торговле Ценными Бумагами (WpHG) (ПФТС и Украинская Фондовая Биржа таковыми не являются), то положения о раскрытии информации о коммерческих сделках директоров и положения о сообщении достижения определенных порогов права голоса не применяются.

Немецкое Федеральное Управление Финансового Надзора (BaFin) может сделать исключение и освободить от определенных обязательств эмитентов других стран, не входящих в состав ЕС, только в том случае, если сочтет нормы страны эмитента соответствующими немецким законам.

Листинг в Prime Standard влечет за собой дополнительные пост-листинговые обязательства, целью которых является повышение информационной прозрачности эмитента, в частности:

- публикация квартальных отчетов,
- ежегодная публикация календаря важных корпоративных событий,
- проведение минимум одной аналитической конференции в год.

В Prime Standard эмитент ГДР также обязан публиковать полугодовые и квартальные финансовые отчеты.

Для допуска к торговле на Open Market проспект ценных бумаг требуется до сих пор лишь в том случае, если эмитент планирует сделать публичное предложение ценных бумаг или если в силу предусмотренной маркетинговой деятельности публикация проспекта представляется целесообразной.

Только эмитенты в сегменте Entry Standard на Open Market обязаны гарантировать выполнение конкретных пост-листинговых обязательств. Эмитентов в FQB пост-листинговые обязательства не касаются, более того, требования для доступа на FQB до сих пор остаются низкими. Пост-листинговые обязательства для эмитентов в Entry Standard значительно ниже, чем в General и Prime Standard, и ограничиваются требованием публикации определенных ключевых данных на сайте эмитента, в частности:

- фактов, которые могут существенно повлиять на рыночную цену акций эмитента (quasi ad-hoc),
- проверенной аудитором консолидированной финансовой отчетности (не позднее шести месяцев по истечении отчетного периода),
- промежуточного отчета не позднее трех месяцев по истечении первого полугодия каждого финансового года,
- ежегодно обновляемого профиля эмитента,
- постоянно обновляемого корпоративного календаря.

В Entry Standard применимы одинаковые нормы прозрачности как по отношению к акциям, так и по отношению к депозитарным распискам.

Украинские компании с листингом на местных биржах могут получить доступ на международные рынки капитала только посредством ГДР. ГДР могут допускаться к торговле и проходить листинг во всех рыночных сегментах Немецкой фондовой биржи. Это один из аспектов, в котором Немецкая фондовая биржа отличается от Варшавской, где ГДР не могут котироваться на Главном Рынке. Компании, уже имеющие программу ГДР, которая допущена к торговле на Open Market, могут перейти в более высокий рыночный сегмент во Франкфурте, например Entry или General Standard, вместо того чтобы делить свою ликвидность на акции и существующие ГДР посредством листинга акций холдинга, не имеющего статуса резидента в Украине, на другой бирже. Компаниям, имеющим в настоящий момент листинг в FQB, придется рассмотреть возможность доступа к более высокому рыночному сегменту в связи с закрытием FQB.

Изменения требований FQB в 2011 году

В 2011 году эмитенты в FQB должны были подтвердить: (i) что их акции/ГДР имели (арифметическую) номинальную стоимость минимум 0,1 евро за акцию/ГДР и (ii) что собственный капитал эмитента согласно подтверждению аккредитованного аудитора составлял минимум 500 000 евро.

Кроме того, с 23 мая 2011 года Немецкая фондовая биржа также ввела новую обязательную «модель специалиста» для торговли. Специалисты обязаны обеспечивать ликвидность в форме обязательной цены покупки и продажи (mandatory bid and ask prices). Поскольку в

силу этого положения о ликвидности в форме обязательной цены покупки и продажи специалист принимает позицию риска, специалисты провели переоценку эмитентов, прежде чем взять на себя эту новую роль, и в некоторых случаях отказались это сделать. Поскольку наличие специалиста стало обязательным, Немецкая фондовая биржа сняла с котировки SQB и FQB на основе соответствующей заявки участника котироваемые ценные бумаги тех компаний, где специалист не был назначен. Вследствие этих мер за последние месяцы некоторые «украинские» компании лишились котировки.

Предстоящие изменения в 2012 году

Недавно ФФБ объявила о закрытии FQB к 15 декабря 2012 года и о новых правилах для Entry Standard, которые вступают в силу 1 июля 2012 года. Компании, ценные бумаги которых в настоящее время котируются в FQB и которые к моменту объявления ФФБ не перешли в более высокий рыночный сегмент, будут сняты с котировки 15 декабря 2012 года. Ниже в сжатой форме представлены новые условия допуска в Entry Standard, действующие с 1 июля 2012 года:

- ✓ заявление участника торговли (банка) и эмитента,
- ✓ в случае публичного предложения в Германии – проспект эмиссии, одобренный ответственным органом по надзору за финансовыми рынками одной из стран ЕЭЗ (и уведомление о допуске проспекта в Германии, если таковой уже допущен в другой стране),
- ✓ существование эмитента в течение минимум двух лет,
- ✓ минимальный размер долевого капитала 750 тыс. евро,
- ✓ (арифметическая) номинальная стоимость 0,1 евро за акцию (или эквивалентная сумма в другой валюте),
- ✓ минимум 10% акций «в свободном обращении» (free float),
- ✓ участник торговли, подающий заявку, должен оценить готовность эмитента к выходу на рынок капитала. Необходимо оценить, достаточно ли информирован эмитент о рынке капитала, а также о своих правах и обязанностях. Необходимо проверить, не является ли эмитент так называемым „cash shell“ и что необходимые меры были приняты по отношению к контролю риска и системе организации отчетности. Участник торговли должен предоставить Deutsche Börse доказательства того, что эмитент готов к выходу на рынок капитала.

Новые правила (которые еще не доступны для публичного пользования) предусматривают так называемый принцип защиты от изменения законодательства (grandfathering provision). Эмитенты, ценные бумаги которых были допущены к торговле до 1 июля 2012 года, не обязаны выпускать проспект после этой даты или подтверждать, что минимальный размер их долевого капитала составляет 750 тыс. евро.

Единственное важное изменение в требованиях прозрачности в Entry Standard будет касаться промежуточного финансового отчета. Промежуточный финансовый отчет (за финансовый год, начинающийся 1 июля 2012 года или позже) должен будет состоять из бухгалтерского отчета в краткой форме, отчета о прибылях и убытках, заметок и промежуточных отчетов руководства. Все документы, подготовленные в связи с требованиями прозрачности, должны будут передаваться Немецкой фондовой бирже эмитентом.

Выбор эмитента

В целом на регулируемых рынках эмитенты могут получить доступ к более широкому кругу инвесторов, потому что не все институциональные инвесторы инвестируют в компании, которые котируются только на нерегулируемом рынке. Более того, компании, котирующиеся на Open Market, ограничены в своей маркетинговой деятельности из-за широкого определения «публичного предложения» в Директиве ЕС о Проспекте Эмиссии (EU Prospectus Directive). Следует добавить, что многие из компаний, ценные бумаги которых на данный момент торгуются на FQB/SQB, воздерживаются от предоставления любой актуальной корпоративной или финансовой информации на своих сайтах. Однако прозрачность влечет за собой ликвидность. Следовательно, ликвидность бывает, как правило, значительно выше в регулируемых сегментах, где применяются требования к прозрачности согласно Директиве ЕС о Прозрачности, чем в сегментах, регулируемых только биржами, где список требований к прозрачности сокращен или вообще отсутствует.

Что касается Немецкой фондовой биржи, украинские эмитенты пока предпочитают доступ на нерегулируемые сегменты, то есть, на данный момент нет ни одной украинской компании, чьи ценные бумаги котировались бы в каком-либо регулируемом сегменте рынка во Франкфурте. Однако мы ожидаем, что в ближайшее время некоторые украинские компании перейдут как минимум в Entry Standard.



Пол СЭЛМОН

Партнер, Salans Лондон

5.3. Пост-листинговые обязательства компаний на Лондонской фондовой бирже

В Великобритании компании, в основном, выбирают для размещения своих акций либо Основную Площадку (Main Market), либо Альтернативный Инвестиционный Рынок (AIM Market) Лондонской фондовой биржи. При размещении на Основной Площадке компании могут выбрать между двумя категориями листинга - листингом категории «Премиум» (Premium Listing) и листингом категории «Стандарт» (Standard Listing). Эмитенты с листингом категории «Премиум» должны соответствовать стандартам, превышающим (их часто называют «сверхэквивалентными») минимальные требования законодательства ЕС. Листинг категории «Стандарт», как правило, используется для выпуска акций, глобальных депозитарных расписок, долговых и секьюритизированных деривативов (debt and securitized derivatives), при этом нужно соблюдать только минимальные требования законодательства ЕС.

В качестве альтернативы листингу на Основной Площадке, компании могут получить доступ к капиталу в Великобритании через определенные регулируемые биржей рынки. Наиболее известный из этих рынков – AIM (Альтернативный Инвестиционный Рынок). После того, как ценные бумаги компании были допущены к торгам на AIM, компания должна выполнять пост-листинговые обязательства, установленные в Правилах AIM для компаний (Правила AIM). Для компаний AIM действует более гибкая нормативно-правовая база, в отличие от компаний, которые прошли листинг на Основной Площадке; в частности, они должны соблюдать только Правила AIM и не подлежат Правилам Листинга (Listing Rules), Правилам раскрытия информации и обеспечения прозрачности (Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR)) и Правилам подготовки проспекта эмиссии (Prospectus Rules) (компаниям AIM по-прежнему необходимо предоставлять документ о допуске, однако этот документ не должен обязательно быть проспектом, предварительно проверенным Управлением по надзору за финансовыми рынками Великобритании (FSA)). Компании на

Основной Площадке попадают под действие Правил Листинга (Listing Rules), Правил раскрытия информации и обеспечения прозрачности (Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR)), Кодекса корпоративного управления Великобритании (UK Corporate Governance Code), а также Правил подготовки проспекта эмиссии (Prospectus Rules).

Общее обязательство по раскрытию информации

Как компании AIM, так и компании Основной Площадки обязаны раскрывать информацию. Это означает, что компания должна будет незамедлительно уведомить Службу обязательного информирования (RIS) о любых изменениях, которые не являются общедоступными сведениями, касающихся изменений в финансовом состоянии компании, сфере деятельности, результатах ее хозяйственной деятельности или прогнозов результатов деятельности, которые в случае опубликования могут значительным образом повлиять на цену акций. RIS представляет собой утвержденную Управлением по надзору за финансовыми рынками (FSA) информационную службу для распространения информации. Примерами RIS являются информационные агентства Thomson Reuters и Bloomberg.

Хотя, как уже говорилось выше, режим корпоративного управления Великобритании не распространяется на компании AIM - на практике предполагается, что компании, которые хотят, чтобы институциональные инвесторы воспринимали их всерьез, все равно должны доказать, что они в той или иной степени соблюдают данный режим.

Требования о раскрытии конкретной информации

Также существуют требования о раскрытии конкретной информации, которую нужно незамедлительно сообщить RIS. К такой информации относятся любые операции директоров с акциями компании, любые изменения доли участия акционера с долей в 3%, отставка, увольнение или назначение директоров,

любые изменения исходной даты составления отчетности компании, ее наименования, а также любые существенные отличия между фактическими коммерческими результатами компании или финансовым состоянием компании и прогнозом прибыли, предварительной оценкой или другим прогнозом, ранее обнародованным компанией.

Компании, акции которых торгуются на Основной Площадке, имеют возможность получить широкую известность и приобрести гораздо более значительный общественный статус, поэтому их деятельность, как правило, более тщательно изучается общественностью, а также аналитиками и финансовыми журналистами. В связи с этим обязательство по раскрытию информации для компаний Основной Площадки более обременительно. Компании, допущенные к торгам на Основной Площадке, должны выполнять текущие обязательства, налагаемые Законом о финансовых услугах и рынках от 2000 года (FSMA), Правилами Листинга, Правилами раскрытия информации и обеспечения прозрачности, Стандартами допуска к биржевой котировке и стандартами раскрытия информации Лондонской фондовой биржи, а также действующим корпоративным правом.

Помимо специфических текущих обязательств, эти компании должны соблюдать шесть главных принципов листинга (Listing Principles), разработанных для того, чтобы компании всегда твердо придерживались сущности и положений Правил Листинга. Принципы Листинга требуют от компании, помимо прочего, принимать разумные меры для того, чтобы дать возможность ее директорам осознать свою ответственность, разработать и ввести в действие необходимые процедуры, обеспечить выполнение принципа равноправия акционеров, а также передавать информацию владельцам и потенциальным держателям акций компании таким образом, чтобы избежать создания не объективного рынка (false market).

Значимые сделки

Для компаний, получивших листинг на Основной Площадке, при крупных сделках по приобретению или отчуждению, размер которых в процентном отношении к некоторым показателям компании превышает 25% по результатам применения специальных «классификационных критериев» (class tests), Правила Листинга требуют, чтобы компания, получившая листинг на Основной Площадке, получила согласие акционеров. В таком случае, помимо того, что по-

требуется больше времени для созыва общего собрания, необходимо подготовить, утвердить в Управлении по надзору за финансовыми рынками и опубликовать циркулярное письмо (circular). Одним из преимуществ AIM является то, что здесь нет необходимости созывать общее собрание и добиваться согласия акционеров, при условии, что сделка, осуществляемая компанией AIM, в совокупности с другими сделками за последние 12 месяцев, не превышает 100% по результатам какого-либо из class tests. Одной из главных причин, почему так много компаний перешло с Основной Площадки на AIM, является возможность избежать необходимости отправлять циркулярное письмо акционерам и получать согласие акционеров на совершение небольших сделок.

В рамках class tests сопоставляется размер компании, прошедшей листинг, с размером рассматриваемой сделки путем учета активов, прибыли, рыночной капитализации и размера валового капитала.

Годовая отчетность

Для компаний AIM, зарегистрированных в ЕС, заверенная аудиторами годовая отчетность должна быть подготовлена в соответствии с Международными стандартами бухгалтерского учета (IAS). Компании AIM, зарегистрированные в другой юрисдикции, должны подготовить и представить свою отчетность в соответствии с IAS, Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США, Общепринятыми принципами бухгалтерского учета Канады, Международными стандартами финансовой отчетности Австралии или Общепринятыми принципами бухгалтерского учета Японии. Документы отчетности нужно незамедлительно отправить акционерам и не позднее чем через шесть месяцев после окончания финансового периода, к которому они относятся, опубликовать на сайте компании в бесплатном доступе, а также отправить на Биржу.

С другой стороны, годовой отчет компаний Основной Площадки следует опубликовать в течение четырех месяцев после окончания года, а не в течение шести месяцев.

Полугодовые отчеты

Полугодовые отчеты готовятся компанией AIM за шестимесячный период после окончания предыдущего отчетного периода, за который финансовая информация уже была раскрыта в документе о допуске, и как минимум за каждый последующий шестимесячный период (за исключением заключительного шестимесячно-

го периода, предшествующего базисной дате составления финансовой отчетности, которая заверяется аудиторами), и должны быть доведены до сведения RIS без задержек и, в любом случае, не позднее трех месяцев после окончания соответствующего периода.

На компании Основной Площадки возлагается более высокая финансовая ответственность. Полугодовой отчет должен быть опубликован в течение двух месяцев после окончания первых шести месяцев финансового года.

В соответствии с Правилами раскрытия информации и обеспечения прозрачности, компании Основной Площадки также обязаны опубликовать промежуточный отчет руководства, который выпускается в период между годовым отчетом и полугодовым отчетом, а также в период между полугодовым отчетом и годовым отчетом. Промежуточный отчет руководства содержит общую характеристику финансового положения компании и описывает все существенные события или сделки за отчетный период.

Сделки с заинтересованными лицами

Компания, прошедшая листинг на AIM и предлагающая сделку с «заинтересованным лицом», показатели которой превышают 5% по результатам какого-либо из class tests, обязана без промедления уведомить об этом RIS. «Заинтересованным лицом» является директор компании или акционер, владеющий 10% или большим количеством любого класса акций компании на рынке AIM, а также связанные с директором или таким акционером лица. Уведомление должно содержать заявление о том, что директора компании, за исключением директоров, участвующих в сделке в качестве «заинтересованных лиц», проконсультировавшись со своим уполномоченным консультантом, считают, что условия сделки являются справедливыми и обоснованными в отношении акционеров. Если более чем один директор участвует в сделке с компанией AIM (например, размещение ценных бумаг), может быть целесообразным объединить их доли при определении того, действует ли вышеуказанное требование об уведомлении. Это отражает тот факт, что действия директоров могут рассматриваться как совместные.

Более широкое определение «заинтересованных лиц» применяется в случае, когда заключить сделку с заинтересованным лицом предлагает компания Основной Площадки; определение включает в себя участника со-

вместного предприятия 50/50 или лицо, имеющее значительное влияние на компанию. Помимо уведомления RIS, компания Основной Площадки должна отправить пояснительное циркулярное письмо (explanatory circular) акционерам и получить разрешение акционеров на сделку с заинтересованным лицом до ее заключения.

Обратное поглощение (reverse take-over)

Здесь как компании AIM, так и компании Основной Площадки должны выполнять одинаковые требования. Компания AIM или компания Основной Площадки, предлагающая обратное поглощение, должна выполнять некоторые дополнительные требования. Обратное поглощение является операцией по приобретению, показатели которой превышают 100% по результатам какого-либо из class tests, или которая приводит к существенному изменению характера хозяйственной деятельности, состава совета директоров или права голоса. Помимо того, что компания должна будет без промедления уведомить RIS, ей нужно будет заключить соглашение об обратном поглощении, при условии получения согласия ее акционеров на общем собрании. Также необходимо опубликовать документ о допуске в отношении запланированного, объединенного предприятия.

Сара Далфен

Партнер, Salans Нью-Йорк

Кристина Е. Бейрн

Юридический советник, Salans Нью-Йорк

Юридические заключения по законодательству США в связи с размещением ценных бумаг за пределами США: краткий обзор практики

Юридические заключения („Legal Opinion“) по законодательству США требуются, как правило, в связи с зарегистрированным и незарегистрированным размещением ценных бумаг в США. Также, согласно сложившейся практике, американские юристы готовят юридические заключения в связи с размещением ценных бумаг за пределами США, которые будут котироваться на иностранной фондовой бирже. Как будет рассмотрено ниже, юридические заключения по форме «письмо 10b-5», а также юридические заключения подтверждающие отсутствие необходимости регистрировать размещение ценных бумаг („no registration“ opinion), являются юридическими заключениями, за которыми обычно обращаются к юридическим советникам в США.

Письмо 10b-5

Главная цель письма 10b-5, которое составляется юридическим советником в США, – гарантировать, что документ о предложении ценных бумаг, на основании которого инвесторы принимают инвестиционные решения, не вводит в заблуждение, и что в отношении эмитента проводилась надлежащая юридическая проверка. Данное письмо подтверждает, что при участии в подготовке проспекта эмиссии или иного документа о предложении ценных бумаг, юридический советник США не обнаружил никаких фактов, которые дали бы ему основание полагать, что документ о предложении ценных бумаг содержит искаженные сведения о существенных фактах или что информация о существенных фактах отсутствует. При размещении ценных бумаг на территории США андеррайтер обычно требует письмо 10b-5, как от своего юридического советника, так и от юридического советника эмитента.

Хотя письмо 10b-5 является наиболее известным юридическим заключением по законо-

дательству США, это, на самом деле вовсе не юридическое заключение, а скорее негативное подтверждение. Правилom 10b-5 Закона США о ценных бумагах и биржах 1934 года, с изменениями и дополнениями, устанавливается основополагающий принцип законодательства США о ценных бумагах:

«Любому лицу запрещается, прямо или опосредованно [...] делать любое неправдивое заявление о существенном факте или умалчивать о существенном факте, который необходим для того, чтобы заявления, учитывая обстоятельства, при которых такие заявления были сделаны, не вводили в заблуждение [...] в связи с приобретением или продажей ценных бумаг». «Существенный факт» – в соответствии с прецедентным правом США – имеет место там, где существует «значительная вероятность того, что рациональный [инвестор] может посчитать такой факт важным при принятии решения» о приобретении или продаже ценной бумаги.

Письма 10b-5, как правило, требуются для публичного размещения ценных бумаг на территории США. Инвестиционные банки также регулярно требуют письма 10b-5 для размещений согласно Правилу 144А, частных размещений и размещений согласно Положению S, которые включают подачу документа о предложении ценных бумаг и превышают определенную пороговую сумму, которая зависит от количества и квалификации лиц-адресатов оферты. Таким образом, для первичного публичного размещения акций (IPO) за пределами США, при котором ценные бумаги доступны для инвесторов в США, в соответствии с Правилom 144А, как правило, также требуется письмо 10b-5, независимо от того, размещает ли эмитент свои ценные бумаги в Лондоне, Франкфурте, Гонконге или Москве.

Причиной такой практики является то, что андеррайтер может избежать ответственности по определенным искам, предъявляемым инвесторами в связи с продажей андеррайтером ценных бумаг, если андеррайтер может доказать, что он провел надлежащую проверку при исследовании хозяйственной деятельности и финансового состояния эмитента для того, чтобы информация в документе о предложении ценных бумаг была адекватно раскрыта. Предоставление письма 10b-5 от юридического советника в США укрепляет такую защитную позицию.

Для того чтобы предоставить письмо 10b-5, юридический советник в США должен быть вовлечен в подготовку проекта документа о предложении ценных бумаг, а также должен провести всестороннюю юридическую проверку. Юридический советник в США вместе со своими местными партнерами должен тесно работать как с руководством эмитента и аудиторами, так и с андеррайтерами во время процесса подготовки проекта документа.

Юридическое заключение, подтверждающее отсутствие необходимости регистрировать размещение ценных бумаг (No Registration Legal Opinion)

В дополнение к письму 10b-5 от юридического советника в США часто требуется представить No Registration Legal Opinion, если размещение ценных бумаг освобождено от регистрационных требований Закона США о ценных бумагах 1933 года с изменениями и дополнениями («Закон о ценных бумагах»). Закон о ценных бумагах запрещает торговлю ценными бумагами, как между штатами, так и между штатом и другой страной, при отсутствии заявления на регистрацию данной ценной бумаги, если при этом нет освобождения от регистрации. Эмитенты и андеррайтеры, участвующие в размещении и продаже незарегистрированных ценных бумаг, которые не подлежат освобождению от регистрации, своими действиями нарушают законы и постановления США о ценных бумагах, и на них могут налагаться взыскания Федеральным Правительством США и Комиссией по ценным бумагам и биржам США.

В No Registration Legal Opinion утверждается, что для размещения рассматриваемых ценных бумаг не требуется регистрация в соответствии с Законом о ценных бумагах, т.е. размещение ценных бумаг подпадает под освобождение от регистрации или не подпадает под действие Закона о ценных бумагах. Так же, как и письмо

10b-5, No Registration Legal Opinion предоставляется для того, чтобы андеррайтер мог доказать, что он осуществил необходимую проверку с целью подтверждения того, что размещение осуществляется в соответствии с законом США о ценных бумагах.

Заключение о том, что в регистрации нет необходимости, зависит от того, подпадает ли размещение под категорию освобождения от регистрации или распространяется на него положение об ограничении ответственности при условии добросовестного соблюдения других правил («безопасная гавань» - safe harbor) согласно Закону о ценных бумагах. Это, в свою очередь, зависит от определенных действий эмитента и первоначального покупателя (или отсутствия таковых), так же, как и от того факта, что они не предприняли никаких целенаправленных попыток продажи ценных бумаг в США и не объявляли о предложении покупать ценные бумаги. Соответственно, как и в случае с письмом 10b-5, юридический советник в США должен провести необходимую проверку в соответствии с юридическим заключением. При этом он полагается на заявления и гарантии эмитента и первоначальных покупателей.

Офис Salans в Нью-Йорке регулярно оформляет и выдает письма 10b-5 и юридические заключения подтверждающие отсутствие необходимости регистрации размещения согласно Положению S и Правилу 144A о размещении ценных бумаг и IPO в различных юрисдикциях.



Тони ФРЕНД

Управляющий Партнер, College Hill
tony.friend@collegehill.com

Подготовьте почву!

Мы все надеемся на закон и юристов, не так ли? В особенности надеются те юристы, которые нас консультируют.

Одна из задач юристов в процессе IPO – обезопасить нас от нарушений финансовых законов или предписаний биржи, которых множество. В то же время банкиры и брокеры «продвигают» наше размещение.

Однако, по мере того, как Вы ощущаете влияние листинга и размещения на успешность подписки и хорошую оценку бизнеса, возникает естественный дисбаланс между тем, что может быть сказано и сделано.

Чтобы помочь всем участникам IPO, юристы разработали Ориентиры Публичности, которые мы называем PGL's (от англ. - "Publicity Guidelines"). Они помогают нам понять, что на самом деле позволительно, а что – нет, под юрисдикцией различных законов и директив в отношении эмитента и IPO.

Сегодня мы приветствуем поддержку юристов (не в последнюю очередь потому, что никто из нас не хочет, чтобы ему предъявили иск или посадили в тюрьму), но существует риск, что когда Вы спросите у некоторых юридических фирм, можно ли переходить дорогу, Вы получите ответ, что это может быть небезопасно, и Вам, по возможности, лучше этого не делать!

Один из смягчающих факторов, который юристы примут во внимание во время консультирования Вас по поводу того, на какой стороне дороги остаться, - это насколько Вы отвечаете требованиям «обычного бизнеса» или BAU (от англ. "Business as Usual"). Если эмитент делал что-то хорошо перед IPO, он становится еще более подходящим для утверждения, что IPO для него – это просто BAU-событие, и поэтому нет смысла ставить ему препятствия на пути к «продаже» акций во время IPO.

Соответственно, если эмитент начинает вести себя как публичная компания задолго до IPO, то повышается вероятность того, что деятельность, которую он осуществляет, будет воспринята как BAU.

Есть несколько простых примеров, которые подтверждают это.

У множества украинских и, осмелюсь утверждать, не только украинских потенциальных эмитентов, достаточно «бедные» Интернет-странички, и даже те, у которых они хорошего качества, не имеют соответствующего двуязычного контента. Были случаи, когда потенциальный эмитент налаживает сайт слишком поздно, но, согласно PGL's, должен сделать это в кратчайшие сроки, поскольку юристы требуют, чтобы он «исправился» как можно скорее, ведь ему нужно «продавать» акции на IPO. Проблема в том, что по мере продвижения к IPO, которое, вне сомнения, улучшает имидж компании, потенциальные инвесторы и люди, связанные с ними, будут все более интересоваться компанией. А их первым шагом будет наведаться в Гугл...

Другой пример связан с работой с международными СМИ и распространением на регулярной основе финансовых результатов. Для большинства украинских размещений, вне зависимости от структуры сделки и биржи, международный спрос на акции играет очень важную роль в привлекательности оценки. Если эмитент никогда не распространял международные пресс-релизы (конечно же, в формате BAU) с промежуточными и окончательными финансовыми результатами и никогда не упоминался в международных СМИ до озвучивания PGL's, могут возникнуть осложнения в период перед IPO, а это именно тот момент, когда критически важно поведать общественности о компании, ее бизнес-стратегии и менеджменте.

Надеюсь, эти примеры иллюстрируют в достаточной мере, почему для IPO-кандидатов важно готовить почву заранее и налаживать соответствующие практики и отношения с теми, кто отвечает за формирование общественного мнения, задолго до IPO и до того, как наши любимые юристы озвучат PGL's.



Марина ФОМИНА

Вице-президент отдела корпоративных финансов, Visum Capital
M.Fomina@visumcapital.com.ua



Олег СТАДНИК

Старший специалист отдела корпоративных финансов, Visum Capital
O.Stadnik@visumcapital.com.ua

6. Тенденции на рынке размещений

6.1. Уроки и выводы привлечения финансовых ресурсов в 2011 г. Опыт украинских аграрных компаний

В первой половине 2011 года наблюдалась повышенная активность на рынках капитала со стороны украинских агрокомпаний. Воспользовавшись благоприятными условиями фондового рынка, в этом периоде шесть украинских агрохолдингов провели размещение акций на западных биржах. Компании, которые планировали привлечь капитал путем публичных размещений акций во второй половине года, не смогли реализовать задуманное из-за ухудшения конъюнктуры фондового рынка и были вынуждены отложить размещение до более благоприятных времен. Сложившаяся ситуация способствовала популяризации альтернативных рынкам капитала источников привлечения средств, в частности, от стратегических инвесторов или экспортно-кредитных агентств.

На протяжении всего года в агросекторе осуществлялось большое количество сделок по слияниям и поглощениям, что свидетельствует о продолжающейся уже нескольких лет тенденции консолидации активов и укрупнения существующих игроков. Новой тенденцией в 2011 году стало заключение сделок путем обмена акциями, одной из причин появления которых является ограниченный доступ компаний к внешнему финансированию.

Описание M&A активности в агросекторе в 2011 году

Развитие сельского хозяйства Украины уже несколько лет сопровождается тенденцией консолидации активов. Тем не менее, эти процессы ещё далеки до завершения. На сегодняшний день ни один крупнейший агрохолдинг Украины не контролируют более 2% площади сельскохозяйственных угодий страны. В совокупности топ-

50 украинских агрохолдингов контролируют около 13% сельскохозяйственных земель. Данные цифры свидетельствуют о значительном потенциале консолидации в будущем.

Сделки 2011 года

В 2011 году сельское хозяйство стало лидирующим сектором экономики Украины по активности заключения корпоративных сделок. В большинстве транзакций в агросекторе покупателем выступали украинские компании. Активнее всего расширением существующего сельскохозяйственного бизнеса занимались компании «Укрлэндфарминг» Олега Бахматюка и «Кернел» Андрея Вереvского. Они провели ряд крупных сделок, а именно: «Укрлэндфарминг» приобрела компании «Райз», «Дакор» и «Агро-Альфа», а «Кернел» – компании «Энселко» и «Укррос». В результате этих приобретений «Укрлэндфарминг» стала крупнейшей в Украине агрокомпанией по площади земельного банка и третьим по величине производителем сахара с долей рынка около 8%. Приобретения 2011 года позволили «Кернел» более чем вдвое увеличить земельный банк и стать четвертым по размеру производителем сахара в Украине, занимая около 7% рынка.

Ряд других агрокомпаний, таких как «Миpоновский хлебопродукт», «Индустриальная молочная компания», KSG Agro, Sintal Agriculture, «Астарта», «Приват-Агро Холдинг», «Агро-трейд» и «Милкиленд» также расширили свои земельные банки путем приобретения более мелких сельскохозяйственных предприятий. Это позволило получить базу для увеличения объемов производства, что в дальнейшем найдет позитивное отражение в финансовых результатах данных компаний.

Обмен акциями как привлекательный инструмент расширения бизнеса

Рынок слияний и поглощений в Украине постепенно эволюционирует – финансовые консультанты внедряют новые инструменты и механизмы, предоставляющие сторонам сделки больше гибкости и пространства для маневра. Так, в 2011 году среди публичных компаний агросектора было осуществлено две сделки share swap, предусматривающие расчеты путем обмена акциями.

Первой такой успешно реализованной транзакцией была сделка компании Sintal Agriculture, акции которой котируются на Франкфуртской фондовой бирже. Сделка заключалась в покупке компанией Sintal Agriculture акций сельскохозяйственной компании «Агрика» в обмен на акции Синтала. В результате компания Sintal Agriculture стала собственником 100% акций сельскохозяйственной компании «Агрика», а бывший собственник поглощенной компании – фонд прямых инвестиций Icon Private Equity, получил 6% в объединенной компании. Такая структура сделки дала возможность для покупателя расширить земельный банк на 50% до 150 тыс. га без выплаты денежных средств и получить в состав акционеров стратегического партнера. Кроме этого, Icon Private Equity предоставил объединенной компании конвертируемый займ в размере \$8 млн. В случае реализации фондом опциона на конвертацию, его доля в Sintal Agriculture может достигнуть 10,8%.

Кроме этого, в 2011 году были достигнуты основные договоренности по слиянию двух других сельскохозяйственных компаний, оперирующих на украинском рынке – Landkom, акции которой котируются на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи, и Alpcot Agro, акции которой торгуются на Стокгольмской фондовой бирже.

В результате сделки бывшие акционеры Landkom получили примерно 16,43% акций в объединенной компании, исходя из коэффициента обмена 1 новой акции Alpcot Agro на 22,16 акций компании Landkom. В процессе сделки Alpcot Agro также провела привлечение капитала на сумму \$20 млн. путем дополнительного выпуска и размещения акций на Стокгольмской фондовой бирже. В результате слияния Alpcot Agro увеличила земельный банк на 40% до 280 тыс. га земли в России и Украине.

На наш взгляд, сделки по слияниям и поглощениям, осуществляемые на базе договоренно-

стей по обмену акциями (share swap), являются привлекательным инструментом расширения бизнеса агрокомпаний, особенно в период, когда привлечение внешнего финансирования затруднено непростой экономической ситуацией в мире.

Растущий интерес к украинскому агросектору со стороны зарубежных компаний

Международные агрохолдинги все более активно рассматривают возможности получения контроля над сельскохозяйственными угодьями в Украине. Подтверждением актуальности этой тенденции, к примеру, могут послужить последние приобретения датской компании Trigon Agri, акции которой торгуются на Стокгольмской фондовой бирже. Недавно она объявила о покупке долей в трех украинских агрокомпаниях, тем самым расширив свое присутствие в Украине. Trigon Agri занимается производством и торговлей сельскохозяйственной продукцией. Земельный банк компании достигает 179 тыс. га, которые расположены в Украине, России и Эстонии. В Украине компания контролирует около 55 тыс. га земли и владеет элеваторами общей мощностью хранения 354 тыс. тонн.

Также свое внимание на украинские агроактивы стали все больше обращать фонды национального благосостояния и государственные инвестиционные организации из стран Ближнего Востока и Азии. Они инвестируют в зарубежных агропроизводителей с целью обеспечения продовольственной безопасности своих стран. Так, например, в 2011 году Министерство аграрной политики и продовольствия Украины заявило о готовности Эксимбанка Китая инвестировать \$10 млрд. в агропромышленный комплекс Украины.

Ожидается, что со временем, по мере увеличения дефицита продовольствия, на планетарном уровне интерес к отечественному АПК будет только расти, в том числе и со стороны крупных международных промышленных групп. Так, в начале 2012 года, ряд компаний из Саудовской Аравии, среди которых Al Safi Dairy, входящая в Al Faisaliah Group (AFG) – одну из ведущих компаний в Саудовской Аравии, на встрече с представителями украинских властей озвучили готовность инвестировать до 500 млн. евро в развитие животноводства в Украине.

Международные агротрейдеры и производители продуктов питания, которые инвестируют в агросектор с целью обеспечения

бесперебойных поставок сельхозпродукции, также заинтересованы в приобретении инфраструктурных и производственных сельскохозяйственных активов в Украине. Хорошим примером может послужить американская агропромышленная компания Bunge, которая в 2011 году приобрела в Украине портовые мощности на общую сумму около \$100 млн. В начале 2012 года компания объявила о завершении другого инфраструктурного проекта стоимостью около \$100 млн. – строительстве перегрузочного зернового терминала в Николаевском морском торговом порту с мощностями единовременного хранения 140 тыс. тонн зерна. Помимо этих объектов, основными активами Bunge в Украине являются Днепропетровский маслоэкстракционный завод, который производит подсолнечное масло под ТМ «Олейна», и элеваторы в ряде регионов Украины.

В начале 2012 года другой международный игрок – швейцарская трейдинговая компания Glencore, которая является одним из крупнейших в мире производителей и торговцев сырьевыми продуктами, приобрела маслоэкстракционный завод в Харьковской области с мощностью переработки около 280 тыс. тонн в год.

Тенденции привлечения финансирования агрокомпаниями

Успехи и неудачи на международных рынках капитала

На протяжении последних нескольких лет аграрный и пищевой сектора являлись доминирующими по количеству отечественных игроков, осуществивших привлечение капитала на зарубежных фондовых биржах. 2011 год не стал исключением. В этот период шесть отечественных компаний: «Кернел», KSG Agro, «Индустриальная молочная компания», «Овостар Юнион», Continental Farmers Group и AgroGeneration совокупно привлекли на зарубежных биржах около \$ 280 млн. «Кернел» провел вторичное размещение акций, а остальные пять компаний дебютировали на фондовых рынках, осуществив первичное привлечение капитала.

Одним из наиболее успешных первичных публичных размещений (IPO) 2011 года в агро-секторе можно назвать размещение акций компанией KSG Agro. Компании удалось продать свои акции по высоким мультипликаторам, а стоимость компании в пересчете на земельный банк достигла почти \$4 тыс. за гектар.

2011 год имел все шансы стать рекордным по количеству привлечений украинскими компаниями аграрного и пищевого секторов, так как ожидалось закрытие более десяти сделок, с учетом состоявшихся. К сожалению, во второй половине года кризис суверенных долгов Греции, Португалии, Испании и Италии спровоцировал нестабильность глобальной экономики, и, как следствие, вызвал пессимистические настроения инвесторов, что привело к падению фондового рынка. На волне снижения основных индексов существенно «просела» и капитализация украинских компаний, торгующихся на зарубежных биржах, в том числе и представителей агро-сектора.

В таких условиях компании, планирующие размещение, не могли рассчитывать на высокую оценку. Это, в свою очередь, не устраивало их собственников, и, как результат, привело к переносу полдесятка размещений компаний агросектора на более поздний срок. Так, агрокомпания с активами в России и Украине Valinor и производитель подсолнечного масла «ВиОйл», которые планировали размещение на июль 2011, отложили его до более благоприятных времен. В середине декабря 2011 года из-за неблагоприятных рыночных условий компания MCB Agricole также приняла решение отложить свой выход на публичный рынок капитала.

Торгово-экспортное финансирование как альтернативный источник привлечения средств

В условиях недоступности многих источников финансирования некоторые агрокомпании начали обращать внимание на существующие альтернативы, одной из которых является торгово-экспортное финансирование. Так, например, KSG Agro привлекла кредит в размере \$11 млн. от Deere Credit, INC. на приобретение сельскохозяйственной техники John Deere. В рамках сделки US EXIMBANK предоставил гарантийное покрытие рисков кредитора.

В начале 2012 года Citibank при поддержке американской Корпорации зарубежных частных инвестиций (OPIC) предоставил долгосрочное финансирование в размере \$25 млн. для агрохолдингов «Астарт» и «Кернел», которые они планируют использовать на модернизацию производственных мощностей и строительство элеваторов.

Выводы и прогнозы

Согласно ежегодному исследованию Всемирного банка и Международной финансовой корпорации Doing Business-2012, за 2011 год Украина опустилась на три позиции в рейтинге стран по условиям ведения бизнеса, заняв 152-е место из 183 стран. Очевидно, что данный факт не будет способствовать приросту иностранных инвестиций в Украину. На привлекательность украинского агросектора не лучшим образом также повлияло продление моратория на продажу земель сельхозназначения. Несмотря на это, иностранные инвесторы не теряют интерес к украинскому сельскому хозяйству и смежным отраслям, поэтому даже в случае падения фондовых рынков, компании этих секторов могут рассчитывать на альтернативные формы привлечения финансирования. Но для того, чтобы привлечь финансирование на выгодных условиях, компании должны пройти процедуру подготовки, в результате которой смогут похвалиться соответствием финансовой отчетности и корпоративного управления международным стандартам, наличием аудированной финансовой отчетности, прозрачностью юридической структуры, наличием стратегии развития и бизнес-модели. Ожидается, что в среднесрочной и долгосрочной перспективе компании сельскохозяйственного и пищевого секторов все же будут оставаться привлекательными для западных инвесторов. Понимая это, о планах размещения на зарубежных фондовых биржах в 2012 году заявили целый ряд украинских аграрных и пищевых компаний, в том числе Agropolis

Food Industries, «Лотуре-Агро», «Сварог Вест Груп», Valinor, «ВиОйл», MCB Agricole, «Агро-Союз», «ХмельницкМлин» и другие.

Реализация этих планов будет зависеть от многих факторов, в частности, решения проблем суверенных долгов ряда европейских стран, стабильности роста мировой экономики, динамики стоимости акций украинских агрокомпаний, торгующихся на биржах и т.д. Кроме того, важными факторами являются экономическая и политическая ситуация в Украине, а также государственное регулирование сельскохозяйственной отрасли и завершение земельной реформы. Так, например, участниками рынка сейчас активно обсуждается проект Закона Украины «Об аренде земли», который может коренным образом поменять правила игры в сельскохозяйственной отрасли.

Несмотря на все озвученные и предпринимаемые шаги, направленные на разрешение указанных проблемных моментов, реалистично будет предположить, что они все-таки не будут решены в краткосрочной перспективе. Поэтому, скорее всего, на протяжении 2012 года западные фондовые биржи еще не станут благоприятным местом для размещения акций украинских агрокомпаний. Такая ситуация будет способствовать локальным слияниям и поглощениям, привлечению стратегических партнеров и развитию альтернативных форм привлечения средств, таких как торгово-экспортное финансирование.





Владимир ЛАПА

Генеральный директор, Ассоциация «Украинский клуб аграрного бизнеса»

lapa@agribusiness.kiev.ua

6.2. Аграрная политика Украины и ее возможное влияние на инвесторов

Аграрная политика Украины в целом была сформирована к 2004-2005 годам. До 2012 года она не претерпела существенных изменений и включает в себя следующие основные элементы.

Краткая характеристика составляющих аграрной политики Украины.

Направление политики	Элементы политики	Характеристика	Перспективы
Льготное налогообложение	Льготы по НДС для сельхозпредприятий	Сельхозпроизводители не уплачивают НДС в бюджет, оставляя на спецсчетах для собственного развития	Перманентно поднимается вопрос об отказе от данного льготного режима. Вероятность такого развития событий существует, но пока достаточно невысока.
	Фиксированный сельхозналог	Рассчитывается исходя из площади земель в обработке, при этом ставки налога являются низкими. Переход на уплату фиксированного сельхозналога освобождает от необходимости уплаты налога на прибыль и ряда иных налогов и сборов.	С высокой вероятностью, останется в силе в среднесрочной перспективе.
	Льготы по НДС через перерабатывающие предприятия.	НДС предприятий по переработке молока и мяса распределяется между поставщиками данной продукции пропорционально объемам поставленного сырья.	Происходят частые изменения данного льготного режима. Актуальные на момент написания данного исследования нормы подразумевают частичную выплату сумм льготного НДС перерабатывающими предприятиями поставщикам молока и мяса, частичную уплату в бюджет для финансирования программ прямой бюджетной поддержки.
Прямая бюджетная поддержка (основные программы)	Компенсация процентных ставок	Сельхозпредприятиям производится частичная компенсация ставок по кредитам, привлеченным в банках	Недостаточный объем финансирования ограничивает эффект программы
	Удешевление стоимости многолетних насаждений	Аграрии получают частичное возмещение стоимости закладки садов и виноградников, а также сооружения хранилищ с регулируемой газовой средой	Наличие четко определенного источника финансирования (сбор при реализации вина) делает финансирование программы более-менее гарантированным. Тем не менее, в 2012 году правительственные чиновники поставили целесообразность программы под сомнение.
	Удешевление стоимости животноводческих комплексов	Сельхозпроизводители получают частичное возмещение затрат, понесенных в связи со строительством или реконструкцией животноводческих комплексов.	Критерии отбора проектов, подпадающих под компенсацию, подразумевают содействие государства лишь масштабным животноводческим проектам.
	Содействие техническому перевооружению.	Две основных программы данного направления – частичное (30-процентное) удешевление стоимости отечественной техники государственные лизинговые поставки техники.	В последние годы объемы финансирования данных программ сравнительно невелики.
Регулирование рынков	Интервенции	Проведение финансовых (закупка сельхозпродукции) и товарных (продажа сельхозпродукции) интервенций по зерну, сахару и ряду иных товаров. Возможность осуществления форвардных (с частичным предварительным финансированием) закупок и залоговых операций (с правом сельхозпроизводителя выкупить назад продукцию на протяжении определенного периода).	Достаточно затратный механизм для государства ввиду необходимости нести затраты по привлечению финансовых ресурсов для закупок, а также оплачивать затраты на хранение. Механизм интервенций усложнен и не дает возможности воспользоваться всем сельхозпроизводителям при наличии у них такого желания.
	Экспортные ограничения	Квоты на экспорт, экспортные пошлины.	При недостаточной эффективности рыночных инструментов регулирования время от времени применяются при снижении урожая основных культур.
	Ограничение прибыльности	Ограничение рентабельности производства и торговых надбавок для основных видов продовольствия.	Достаточно широко применяется в условиях ограниченной платежеспособности населения.

Земельные отношения	Запрет на продажу сельхозземель	Касается 27 млн га земель, отданной в собственность жителям сельской местности при реформировании коллективных предприятий.	Ожидается отмена (смягчение) моратория при принятии законопроекта «О рынке земель» в конце 2012 или в 2013 году.
---------------------	---------------------------------	---	--

В целом, мы могли бы выделить несколько временных этапов в плане развития аграрной политики.

1. **1990-1996.** Отказ от плановой системы, либерализация рынков ресурсов и сельхозпродукции.
2. **1997-2004.** Введение налоговых льгот, определение основ рыночного регулирования.
3. **2004-2009.** Относительная стабильность аграрной политики.
4. **2010-2011.** Осуществление попыток реформирования земельных отношений, системы образования и науки, проведение административной реформы, постепенный переход в бюджетной поддержке к приоритетному финансированию программ, направленных на инвестиции в основные средства.

Период достаточно быстрых преобразований может продолжиться и в ближайшие годы. К основным направлениям мы можем отнести следующие.

Земельные отношения

Разработанный Кабинетом Министров законопроект «О рынке земель» является достаточно консервативным с точки зрения аграрного бизнеса. Например, он не подразумевает возможность покупки сельхозземель юридическими лицами. После его прохождения в первом чтении в парламенте и при подготовке ко второму чтению нормы стали еще более жесткими. Из перечня возможных покупателей земель были исключены даже семейные фермерских хозяйства, таким образом, предлагается дать возможность покупать сельхозземли лишь государству и физлицам. В определенной мере это будет содействовать возврату земель в государственность. Также предлагается установить ограничения по аренде земель на уровне не более 10% от территории района и не более чем 100 тыс. га по стране.

В то же время принятие законопроекта до парламентских выборов (состоится осенью 2012 года) маловероятно. Очевидно, после выборов в редакцию законопроекта могут быть внесены определенные изменения.

Планирование посевов

Законодательством Украины предусмотрена необходимость ведения сельхозпроизводства в соответствии с планами землепользования, что предусматривает соблюдение официально у-

твержденных планов севооборота. Требования к севообороту утверждены Кабинетом Министров и предусматривают достаточно консервативные нормы. В частности подсолнечник может выращиваться на одном поле не чаще, чем через 7 лет. Штрафные санкции за несоблюдение данных норм отсрочены, однако, вероятно, вступят в силу с 2013 года.

В дополнение к этому, Министерство аграрной политики и продовольствия разрабатывает законопроект «О сельском хозяйстве», который направлен на еще более жесткое регламентирование структуры производства – введение аграрных паспортов и производственных стандартов, в том числе норм по поголовью сельскохозяйственных животных, соблюдение которых должно стать обязательным для получения государственной поддержки. Перспектива принятия данного законопроекта неоднозначна, однако его разработка указывает на направление развития государственной политики.

Социальная нагрузка и фискальная нагрузка

Периодическое возобновление дискуссий о возможной отмене налоговых льгот в АПК говорит о том, что сельское хозяйство уже не воспринимается как «священная корова», и государство сомневается в необходимости поддержки отрасли. Более того, существуют законодательные предложения по введению дополнительных налогов и сборов, в частности сбора на развитие сельской местности.

В целом, мы можем говорить о направленности аграрной политики на большее нормирование производственных процессов, а также прибыльности в АПК, как в целом, так и в плане ее перераспределения между животноводческим и растениеводческим секторами. Это может потребовать от аграрных компаний дальнейшего повышения эффективности производства для обеспечения надлежащей прибыльности.

С точки зрения инвестиционной привлекательности основным минусом является недолгосрочность и непоследовательность многих норм экономического регулирования. Впрочем, такая ситуация стала уже скорее традиционной для многих секторов украинской экономики, поэтому речь может идти не о дополнительном негативном эффекте, а скорее об отсутствии положительного влияния.

Требования к эмитентам ВФБ

Основной рынок ВФБ – это регулируемый рынок, чья деятельность регулируется законодательством Польши и Европейского Союза. Источники применимого права включают в себя польский Закон о публичном размещении и условиях предложения финансовых инструментов для организованной продажи, а также о публичных акционерных обществах (Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, далее – “Закон РП о публичном размещении”), Закон об обороте финансовых инструментов (Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi) и Закон о надзоре над финансовым рынком (Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym). Кроме того, ППР регулируется Правилами ВФБ, Правилами НДЦБ и Распоряжением Министра финансов от 12 марта 2010 года об условиях, которые должны соблюдать котирующая биржа и эмитенты ценных бумаг, включенных в листинг (Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitencji papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku).

Согласно правилам ВФБ, эмитент освобождается от подготовки (утверждения) информационного документа только в редких случаях, например, когда размещение проводится исключительно среди квалифицированных инвесторов, или же акции составляют менее 10% от общего количества допущенных к торгам (на том же сегменте биржи) акций эмитента того же вида. Не разрешается устанавливать ограничения касательно оборота акций. Эмитент, пребывающий в процессе неплатежеспособности или банкротства, не будет утвержден. Минимальная капитализация компании должна составлять не менее 15 млн. евро, за исключением эмитентов, чьи акции, по крайней мере, одного из предыдущих выпусков, уже были допущены на иной регулируемый рынок или на NewConnect (рынок, организованный и поддерживаемый ВФБ как альтернативная торговая платформа), как минимум, в течение 6 месяцев. Капитализация такого эмитента должна быть не менее 12 млн. евро.

Чтобы обеспечить ликвидность биржевой торговли, те акционеры эмитента, которые могут реализовать менее 5% голосов на общем собрании каждый, должны удерживать в совокупности как минимум 15% акций, на которые ссылается заявка о допуске к биржевой торговле, и 100 тыс. акций общей стоимостью не менее 1 000 000 евро, упоминание на которые содержится в заявке о допуске к биржевой торговле. Стоимость подсчитывается на основе последней продажи или цены выпуска (суммы номинальной стоимости эмитированных акций). Кроме того, для

допуска акций к продаже на основном рынке, по крайней мере, 25% всех акций ППР или не менее 500 000 акций общей стоимостью 17 млн. евро должны быть у держателей – акционеров, которые владеют не более 5% голосов эмитента на общем собрании.

Кроме того, компании-эмитенты ценных бумаг, торгующихся на бирже, обязаны постоянно публиковать информацию о событиях, которые могут повлиять на стоимость бумаг и капитализацию. Акционеры, превысившие определенный порог, обязаны проводить выкуп акций в обязательном порядке. Об этих двух последних обязательствах подробнее ниже.

Информационные обязанности эмитента

Отчеты

Обязанность информировать – это существенное условие участия на фондовом рынке в качестве эмитента. На основании сведений, опубликованных публичными компаниями, инвесторы в состоянии оценить финансовую ситуацию и перспективы развития компании. Основная цель информационных обязательств – позволить как акционерам, так и потенциальным инвесторам оценить текущие отчеты, регулярную отчетность и инсайдерскую информацию, относящуюся к эмитенту. Обязательства возникают наряду с требованиями к проспекту и должны исполняться эмитентом постоянно до тех пор, пока у него сохраняется статус публичной компании.

Эмитент обязан направлять текущие и периодические (ежеквартальные, полугодовые и годовые) отчеты. Финансовые данные, включаемые в периодические отчеты, должны соответствовать принципам бухгалтерского учета, обязательным для эмитента. В большинстве случаев финансовые данные эмитентов, прошедших листинг, готовятся по Международным стандартам бухгалтерского учета/ Международным стандартам финансовой отчетности (МСБУ/МСФО). Информация в текущих и периодических отчетах, должна быть равным образом представлена так, чтобы позволить инвесторам оценить воздействие тех или иных событий на экономическое и финансовое положение эмитента. Эмитенты должны указывать юридическое основание раскрытия информации и, в случае с текущими отчетами, они должны указывать тип соответствующей ситуации. Текущие отчеты должны содержать информацию о событиях, касающихся эмитента либо его дочернего предприятия, а также иные сведения в соответствии с законодательством, которые могут существенно влиять на цены торгующихся ценных бумаг.

В ЕС общие требования к отчетам эмитентов установлены в частности в Директиве о прозрачности (Directive on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated

market and amending Directive 2001/34/EC) 2004/109/EC и Директиве об инсайдерской торговле и злоупотреблениях рынком (Directive on insider dealing and market manipulation (market abuse)) 2003/6/EC. Обязанность предоставлять информацию наступает после публикации проспекта. Исполнение обязательств компаниями, чьи бумаги находятся в котировочном списке, контролируется национальным регулятором.

ВФБ и иные биржи ЕС в этом отношении могут отличаться лишь степенью детализации и дополнительными требованиями. Так, в Республике Польша эмитенты должны опубликовать инсайдерскую информацию, определенную в Разделе 154.1 Закона о торговле финансовыми инструментами, а распоряжение Министра финансов Польши от 19 февраля 2009 года приводит список событий, приводящих к возникновению информационных обязанностей, и указывает вид информации, которая должна быть раскрыта эмитентом в конкретных обстоятельствах. Среди прочего, это следующие события:

- приобретение и продажа крупного пакета акций, ипотека, залог или иные обременения акций;
- операции лиц, исполняющих особые функции в компании;
- заключение или внесение изменений в существенный контракт, прекращение его действия;
- слияние (присоединение) с другим эмитентом.

Как правило, эмитент обязан опубликовать информацию незамедлительно, однако не позднее, чем 24 часа после возникновения событий или обстоятельств, подразумевающих такую обязанность. Эмитент должен также раскрыть информацию на веб-сайте, за исключением персональных данных лиц, к которым такая информация относится. В некоторых случаях можно отложить исполнение этой обязанности, если раскрытие приведет к нарушению интересов публичной компании. Эмитенту запрещается совмещать публичное раскрытие информации с представлением маркетинговой информации о своей деятельности таким способом, который может вводить в заблуждение относительно характера данных.

Эмитент также обязан направлять периодические (квартальные, полугодовые и годовые) отчеты. Особенности могут касаться сложных объединений и групп. Так, по законодательству Польши эмитенты, имеющие доминирующую позицию в группе капитала (в соответствии с определением Закона РП о бухгалтерском учете 1994 года, к ним относятся хозяйственные общества, например, товарищества, осуществляющие контроль или совместный контроль над иными лицами; однако к компаниям, зарегистрированным за пределами Польши, применяются положения законодательства их страны), дополнительно обязаны направлять периодические отчеты в форме консолидированных квартальных, полугодовых и годовых отчетов, если иное не предусмотрено законом. Как известно, бухгалтерский учет Украины также обязывает предоставлять консолидированную отчетность акционерам.

Квартальные отчеты включают в себя финансовую отчетность, не проверенную аудиторами. В отчетах за первое полугодие финансового года должна содержаться проверенная аудиторами полугодовая отчетность. Годовой отчет должен содержать проверенную аудиторами финансовую отчетность, подготовленную в соответствии с обязательными принципами бухгалтерского учета. Годовой отчет и консолидированный годовой отчет должны быть опубликованы одновременно до даты, определенной эмитентом в текущем отчете, но не позднее, чем по истечении 4 месяцев после окончания соответствующего коммерческого года.

В некоторых случаях требования к отчетности, установленные правом государства, не являющегося членом ЕС, применяются наряду с требованиями законодательства Польши. В частности, таковыми являются требования к консолидированной годовой отчетности, если эмитент обязан подготовить финансовую отчетность в соответствии с МСБУ, общепринятыми стандартами бухгалтерского учета либо стандартами бухгалтерского учета, равнозначными МСБУ.

Эмитент также обязан предоставить всю информацию, приводящую к существенному изменению информации в отчетах или инсайдерской информации.

Инсайдерская информация

Эмитент, чьи ценные бумаги допущены к торговле на регулируемом рынке, обязан предоставлять инсайдерскую информацию регулятору, организатору торговли (бирже) и публике. Определение инсайдерской информации может иметь национальные нюансы, например, в Польше в такое понятие включают любую информацию точного характера,

- относящуюся, как прямо, так и косвенно, к одному или более эмитентам (финансовых инструментов), к одному или более финансовым инструментам либо к приобретению или распоряжению такими инструментами; и
- которая не была опубликована и, в случае публикации, может иметь значительное влияние на цены финансовых инструментов либо соответствующих производным финансовым инструментов¹⁰.

ПКФН собирает такую информацию и обеспечивает общий и постоянный доступ к содержащимся в ней данным, принимая во внимание потребности в (1) достоверности источников информации и (2) в защите данных. В Украине регулятор также наладил доступ к такой информации, хотя чаще она представляет исторический интерес для анализа более, чем выступает источником актуальных данных.

Др. Грегор П. ОРДОН, партнер,

BEITEN BURKHARDT Варшава

Иоанна МАМЧУР, юрист, LL.M.,

BEITEN BURKHARDT Варшава

Олег ЗАГНИТКО, к.ю.н., партнер,

BEITEN BURKHARDT Киев

¹⁰ Закон РП о публичном размещении.

Приложение 2

Основной рынок ВФБ – это регулируемый рынок, чья деятельность регулируется законодательством Польши. Этот список ведомостей для прединвестиционного анализа является неполным и предназначен для получения ответов на вопросы, которые считаются обоснованными, с возможностью дополнительного предоставления какой-либо неохваченной информации.

Описание и история компании

- Обоснование привлечения капитала, будущие потребности в финансировании
- Продуктовый портфель – обзор разных продуктовых линеек, включительно с обсуждением прибыльности, доли рынка, позиции по затратам (в сравнении с конкурентами)
 - Какое либо предвиденное изменение в ассортименте продукции и географическое распределение для каждого сегмента
- Распределение продаж на международных рынках по хозяйственным сегментам (при наличии)
 - Какой потенциал для расширения хозяйственной деятельности Компании на международном уровне?
- Текущие перспективы отрасли с комментариями об основных экономических тенденциях, включительно со следующей информацией:
 - Видение текущего и ожидаемого конкурентного положения, а также целей и возможностей роста
 - Видение текущей и запланированной мощности и ожидаемых коэффициентов загрузки. Видение цен на сырье, включительно с влиянием на прибыльность и выручку в связи с поэтапным изменением цен
 - Перспективы установления цен на продукцию
 - Пояснение/описание конкурентных стратегий Компании в сравнении с другими лидерами рынка (цена, качество, обслуживание, разная клиентская база)
 - Продуктовая линия (количество новых продуктов, выпущенных на рынок за прошедшие 2–3 года); ожидаемые ограничения по отношению к новым продуктам, ожидаемый срок службы новых продуктов
 - Основные конкуренты (локальные и международные)
 - Концентрация клиентов
 - Обсуждение риска замены (другие продукты и собственная марка)
- Ситуация с правом собственности на землю
- Рыночная возможность/целевые рынки (включительно с объемом, целевыми клиентами, конкурентами и т.п.)
- Конкурентоспособное позиционирование

Стратегия и планирование

- Специальные стратегии по регионам, продуктам, рынкам сбыта, категориям продуктов или клиентов
- Препяды для стратегических целей
- Обсуждение стратегий управления для минимизации основных рисков, наступления неблагоприятных случаев в отрасли (например, птичий грипп). Описание каких-либо компенсационных мероприятий после значительного уменьшения поголовья
- Детальное описание планов по дальнейшей диверсификации (объем возможности, вероятный успех, конкурентная среда)
- Детальное описание стратегии дальнейшей вертикальной интеграции
 - Какую долю необходимого объема зерновых планируется обеспечить с помощью собственного производства?
 - Рыночный потенциал для мясной продукции с добавленной стоимостью (готовые продукты)
 - Расширение дистрибьюторской сети
- Перспективы и запланированный бюджет на стратегию исследований и разработки
 - Обсуждение риска замены (разные продукты, а также продукты-имитаторы)
 - Структура организации исследований и разработки
- Программа капиталовложений (включительно с описанием проектов и сроками)
- Суммы и источники финансирования для текущих и запланированных проектов по сегментам и продуктовым линейкам
- Обзор результатов/динамики недавних стратегических инициатив
 - Обзор стратегического плана
 - Влияние расширения дистрибьюторской сети
 - Обзор франчайзинговых операций и финансовых договоров
 - Эффективность капиталовложений, бюджетирования
 - Какие-либо операции приобретения/реализации активов на стадии рассмотрения

– Информация о внутреннем процессе во время приобретения компании или согласования проекта: минимальные ставки прибыльности, которые применяются; оценка синергии и т.п.

- Обзор стратегии отношений с инвесторами
- Обзор функции корпоративного управления (члены правления и комитетов)

Операционный обзор

- Управление поставками, описание цепей поставок
 - Схема цепи поставок
 - Детализированная операционная стратегия
 - Дистрибуция (логистические центры)
- Производственный процесс и хранение
 - Источники и соответствие поставщиков сырья (воды, поголовья, корма и т.п.)
 - Управление колебаниями цен на сырье, включительно с валютными
 - Тарифы на импорт
 - Организация и укомплектованность персоналом
 - Обзор фабрик (дата строительства, оборудование и т.п.)
 - Мощность фабрик и уровней загрузки или производства
 - Обновленная информация о показателях эффективности и какое-либо потенциальное нарушение работы и (или) ожидаемое закрытие
- Статус внедрения новых производственных мощностей
- Дистрибьюторская сеть и помещение для хранения продукции (для всей цепи поставок)
 - Склады (емкость)
 - Отношения с основными поставщиками логистических услуг
 - Транспортные тарифы
 - Статистические данные о выполнении заказов (досрочная доставка), описание автопарка, складских помещений
- Концентрация поставщиков (на категорию – % заказов самых крупных поставщиков, срок/длительность договоров с самыми крупными 10 поставщиками)
- Резюме поставщиков
 - Список 10 самых крупных поставщиков
 - История проблемных вопросов/споров
 - Условия договоров поставки; договора, срок действия которых заканчивается в ближайшее время и т.п.

Обзор продаж, мероприятий по маркетингу и клиентов

- Распределение продаж по регионам
- Стратегия продаж, процесс планирования продаж
 - Описание специальной франчайзинговой сети, договор франчайзинга
- Обзор организации собственных торговых представителей
- Маркетинговый подход и сравнение с конкурентами
 - Стратегия развития бренда (узнаваемость, исследования, статистические данные об узнаваемости бренда, преимущества)
 - Использование маркетинговых инструментов
 - Типы рекламной и промо-поддержки (средства массовой информации, рекламные мероприятия)
 - Описание бюджетов маркетинга
- Статус и развитие отношений с основными клиентами (крупнейшие розничные сети и (или) оптовые дистрибьюторы)
- Механизм дистрибуции (условия поставки, экспортные и внутренние, непосредственные и привлеченные дистрибьюторы)
- Описание опыта оптимизации продаж
 - Удовлетворение клиентов, лояльность, количественные и качественные показатели
- Обзор основных договоров и договоров поставки (текущие и какие-либо управленческие отчеты в наличии, которые используются для отслеживания продаж)
- Прогноз продаж до конца года и на следующий год по кварталам
- Обсуждение внутреннего процесса согласования/мероприятий контроля для всех договоров и установления цен на продукцию
 - Ценовая стратегия
 - История/опыт/ответственность менеджеров по связям с важными контрагентами/продажам

Финансовый обзор

- Финансовые показатели за предыдущие периоды
 - Показатели эффективности за последние три года (детальный отчет о прибыли и убытках, баланс и отчет о движении денежных средств)
- Бюджет компании по сегментам
 - Пояснение соответствующих учетных политик
 - Управленческие отчеты за последние три года
 - Сверка данных управленческих отчетов с данными финансовой отчетности
 - Прибыль и убытки по хозяйственным сегментам
 - Обзор каких-либо недавних затрат на реструктуризацию и программ реструктуризации
 - Показатели эффективности [за прошлый год] (отчет о прибыли и убытках, отчет о движении денежных средств и баланс) в сравнении с бюджетом компании
- Финансовые прогнозы
 - Обзор внутренних процессов бюджетирования и согласования
 - Перспективы [на текущий год], анализ бюджета и сценариев
 - Фактическое финансовое положение и ожидаемое финансовое положение [на конец текущего года], включительно с оборотным капиталом, денежными средствами и их эквивалентами, краткосрочной и долго срочной задолженностью
 - Прогнозируемые отчеты о прибыли и убытках и отчет о движении денежных средств [на следующие два года] – консолидированные и по сегментам
 - Прогнозы прибыли и убытков по хозяйственным сегментам
- Ожидаемые потребности в финансировании и стратегия финансирования
- Обзор программы капиталовложений и планов финансирования капиталовложений (как за прошедшие периоды, так и прогнозных), сравнение данных об обслуживании и росте для каждого хозяйственного сегмента, включительно со следующей информацией:
 - Статистический анализ фактических сумм и сумм, предусмотренных бюджетом
 - База для прогнозируемых сумм
 - Список значительных проектов, которые предусматривают обязательства по заказам какого-либо характера
 - Список дискреционных статей, которые недавно были отсрочены (при наличии)
- Предоставление управленческих отчетов, которые используются для отслеживания и планирования хозяйственной деятельности
- Обзор мероприятий финансового контроля/внутренней отчетности (предоставление примеров отчетов)
- Обзор всех активов и обязательств, включительно с дебиторской задолженностью, оборотным капиталом, и привилегированными акциями
- Обзор истории аудита: отношения/типичные корректировки/прошедшие споры
- Обзор какой-либо потенциальной непогашенной задолженности и кредитных договоров
- Детальная информация о каких-либо текущих или потенциальных нарушениях договорных обязательств или отказов от договорных обязательств за последние 2 года
- Обзор обязательств по договорам аренды и самих договоров и каких-либо основных фондов
- Обзор каких-либо существенных внебалансовых обязательств
- Обзор налогового статуса, налоговый баланс (при необходимости)
 - Объемы возмещений налога за прошедшие периоды, ожидаемый статус и влияние изменений правового регулирования
 - Детальная информация о всех потенциальных и условных налоговых обязательствах
 - Детальная информация о каких-либо схемах налогового планирования, внедренных на протяжении последних 2 лет
- Документ о предоставлении прав на акции и ожидаемый объем неоплаченных акций на протяжении длительного периода – потенциальные выпуски «дешевых акций»
- Обзор каких-либо операций связанных сторон
- Обсуждение валютных политик и практических методов хеджирования (цены на товары, курс обмена, процентная ставка)

Человеческие ресурсы

- Количество сотрудников по функциям/должностям/ответственности/местом работы
 - Распределение сотрудников, занятых полный и неполный рабочий день, по подразделениям и местонахождению
 - Текучка кадров по подразделениям

- Обзор информации о высшем руководстве
 - Резюме членов совета директоров и ключевых руководителей подразделений
- Обзор подбора кадров. Обсуждение каких-либо открытых вакансий на ключевые должности
- Обзор типового компенсационного пакета для сотрудников на каждом уровне
 - Распределение затрат на заработную плату (офисные сотрудники/производственные сотрудники)
- Обсуждение трудовых договоров/каких-либо систем фондовых опционов/стимулы приема на работу
 - Содержание ключевого управленческого персонала
 - Вознаграждение и показатели эффективности управленческого персонала
- Обсуждение отношений с профсоюзами в разных юрисдикциях
 - Текущая ситуация в отношении объединения сотрудников
 - Детальная информация о каких-либо соответствующих объединениях, отраслевых спорах
- Значительные трудовые споры (при наличии)
- Статус значительных трудовых договоров
- Обзор ожидаемых пенсионных планов, планов выплат сотрудникам и медицинского обслуживания
 - Описание пенсионной системы (государственная пенсия)
 - Описание какой-либо программы обучения/учебы для сотрудников

Правовые вопросы

- Краткое описание соответствующих законодательных актов (Акт о пищевых продуктах, продуктах животного происхождения, защиту животных, биологическую безопасность)
- Обсуждение потенциальной ответственности компании в связи с судебными процессами по стандартизации пищевых продуктов и охраны здоровья
- Описание политик или страхования в наличии, которые действуют как смягчающие факторы
- Скрупулезный обзор организационно-правовой структуры компании с пояснением местонахождения и деятельности основных субъектов хозяйствования
- Предоставление исчерпывающей информации о каких-либо незавершенных судебных процессах/потенциальных исках, спорах и т.п.; в частности обновленная информация о каких-либо судебных процессах по трудоустройству
- Обсуждение невыполнения каких-либо существенных договорных обязательств или нарушений каких-либо регулятивных требований (при наличии)
- Предоставление исчерпывающей информации о прошедших судебных процессах и урегулировании
- Обсуждение всех существующих патентов, лицензий и торговых марок, включительно с какими-либо исками против компании или самой компанией
- Краткое изложение основных договоров
- Краткий обзор вопросов корпоративного управления
- Предоставление исчерпывающей информации о правах на бренд и (или) каких-либо лицензионных договорах по всем брендам компании

Охрана окружающей среды

- Обсуждение каких-либо существующих вопросов окружающей среды и планов и мероприятий по их решению
- Обзор соблюдения всех действующих нормативно-правовых актов по вопросам охраны окружающей среды, лицензий и разрешений
- Список установленных объектов, где были проведены очистительные мероприятия (при наличии)
- Обзор получения всех необходимых лицензий, разрешений и согласований, связанных с охраной окружающей среды
- Обсуждение каких-либо обвинений, судебных процессов, исков третьих сторон или жалоб, связанных с охраной окружающей среды
- Обсуждение каких-либо выбросов, вентиляционных и других выбросов или загрязнения на каком-либо объекте компании
- Копии документов экологического аудита (если такой осуществлялся)

**Алексей АРИСТОВ, Младший директор,
Корпоративные финансы – сопровождение транзакций,
аудиторско-консалтинговая компания Deloitte**