

По мнению старшего юриста Юридического управления ОАО "ВСК" Марии Коломойцевой "в процессе переговоров сторонам не удалось в полной мере разрешить спор по существу, однако предпринятая попытка принесла, безусловно, полезный результат:

- получена полная информация о действиях страхователя и его брокеров в ходе заключения договора и урегулирования претензии;

- страхователь признал, что нарушил существенные условия договора страхования (не сообщил информацию, имеющую существенное значение для принятия решения о заключении договора);

- первоначальная сумма требования судовладельца была снижена вдвое;

- было согласовано предложение о досудебном урегулировании спора непосредственно между сторонами договора страхования без участия посредника и адвокатов".

В результате, рассмотрение спора во внесудебном порядке – путем медиации – позволило страховщику избежать ря-

да негативных моментов, сопровождающих, как правило, споры с участием иностранных лиц:

- сэкономить время – урегулирование претензии в арбитраже в судебном порядке могло занять продолжительное время;

- избежать финансовых затрат на судебные и адвокатские расходы (часть из которых не возмещается даже в случае положительного решения арбитра);

- в случае передачи дела в арбитраж. Ответчик вправе был бы предъявить требование о выставлении гарантии в отношении указанных расходов.

Таким образом, медиация, как эффективный способ разрешения споров в страховании, сегодня приобретает все более важное значение.

Медиация позволяет страховщику оперативно и без серьезных финансовых издержек преодолеть разногласия, сохранить при этом партнерские отношения с потенциальным страхователем и положительную деловую репутацию на страховом рынке России.

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ

Шлык П.В.<sup>1</sup>

**А**ббревиатура IPO (Initial Public Offering), переводится как "первоначальное публичное предложение". Она применяется непосредственно к такому виду ценных бумаг, как акции, и подразумевает их допуск к торгам на фондовой бирже. Компания, проводящая IPO, впервые предлагает неограниченному кругу инвесторов свои акции, допуская их к торгам на фондовой бирже.<sup>2</sup>

Данная формулировка вызывает ряд споров. Например, Лондонская фондовая биржа под IPO понимает все случаи размещения акций предприятиями, которые впервые публично предложили свои акции на ее торгах. При этом факты того, что бумаги этого эмитента уже были допущены к торгам, или эмитент уже проводил процедуру IPO на других биржах, не имеют никакого значения.<sup>3</sup> Широко распространено и другое понимание: каждое последующее после IPO публичное предложение широкому кругу инвесторов дополнительного (нового) выпуска акций предприятия, чьи бумаги уже обращаются на фондовой бирже, специалисты классифицируют как "доразмещение".

В практике западного инвестиционного бизнеса имеются два сходных по звучанию, но отличных по содержанию термина: Initial Offering и Primary Offering, которые в русскоязычной литературе часто переводятся одинаково – "первичное публичное размещение", что вызывает некоторую путаницу. Разграничим данные понятия. Когда компания в первый раз размещает свои ценные бумаги, то процедура называется Initial Public Offering (IPO) – первичное публичное предложение. Если выпуск ценных бумаг компании проходит одновременно с процессом размещения (т.е. до проведения IPO юридическая форма компании не предполагала наличия акционеров, например, была организована в форме партнерства) и весь доход (привлеченный капитал) поступает на баланс компании, то такое размещение называют первичным публичным размещением (Primary Public Offering – PPO). Если на рынке продаются ранее выпущенные ценные бумаги, принадлежащие собственникам компании, и именно эти лица, а не компания, получают доход от продажи конкретного пакета ак-

<sup>1</sup> Шлык Павел Владимирович, аспирант кафедры экономических и финансовых дисциплин МосГУ.

<sup>2</sup> См.: Миркин Я., Миркин В. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10000 терминов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. С. 78.

<sup>3</sup> См.: www.londonstockexchange.com.

ций, то процедура называется вторичным размещением (Secondary Offering – SPO).<sup>1</sup>

В отечественном законодательстве термин IPO трактуется шире и под ним понимается публичное размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.<sup>2</sup> При этом, в России при подобной трактовке под IPO подразумевается также первичное размещение облигаций.

Федеральный закон от 22.04.1996 N 39 – ФЗ "О рынке ценных бумаг" дает следующие определения выпусков ценных бумаг:

- выпуск эмиссионных ценных бумаг – совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость;
- дополнительный выпуск эмиссионных ценных бумаг – совокупность ценных бумаг, размещаемых дополнительно к ранее размещенным ценным бумагам того же выпуска эмиссионных ценных бумаг. Ценные бумаги дополнительного выпуска размещаются на одинаковых условиях.

Таким образом, если проводить параллель между иностранной терминологией и российским законодательством, то под SPO или предложением бумаг основного выпуска здесь и далее мы будем понимать предложение выпуска эмиссионных ценных бумаг, а под PPO или предложением бумаг дополнительного (нового) выпуска – предложение дополнительного выпуска эмиссионных ценных бумаг. Важно отметить, что в ходе проведения IPO инвесторам одновременно могут быть предложены акции как дополнительного (нового), так и основного выпуска (PPO+SPO).

Следовательно, если рассуждать о понятии "чистое" IPO с точки зрения привлечения эмитентом капитала, то это может быть только первичное публичное размещение акций (PPO), потому что в случае проведения вторичного публичного размещения акций (SPO) доход получают акционеры, а не сама компания-эмитент. В российских нормативных актах термин "первоначальное публичное предложение" отсутствует. Однако Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" предусматривает определения таких формулировок, как:

- размещение эмиссионных ценных бумаг – отчуждение ценных бумаг первым владельцем путем заключения гражданско-правовых сделок;
- публичное размещение ценных бумаг – размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение на торгах фондовых бирж;
- публичное обращение ценных бумаг – обращение ценных бумаг на торгах фондовых бирж, обращение ценных бумаг путем предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц, в том числе с использованием рекламы.

Исходя из вышесказанного, можно отметить, что в рамках формулировки "публичное размещение ценных бумаг" могут рассматриваться IPO (PPO) и SPO, также предусматривающие размещение дополнительного выпуска. SPO, по его определению, можно отнести к "публичному обращению ценных бумаг". Что касается формулировки "размещение эмиссионных ценных бумаг", она более емкая и может подразумевать: IPO (PPO), SPO, а также частное предложение и прямое публичное предложение, которые различаются в зависимости от численности инвесторов, а также места размещения акций:

- частное предложение (Private Offering) – предложение (размещение) акций компании среди заранее известного узкого круга лиц;
- прямое публичное предложение (Direct Public Offering (DPO)) – предложение (размещение) акций силами эмитента напрямую инвесторам, минуя биржевой рынок. Размещение происходит без привлечения посредников.

Зачастую первичное публичное предложение и первичное публичное размещение в публикациях часто путаются или понимаются как одно и то же – IPO. На самом же деле термин "публичное предложение" гораздо более емкий. Первичное публичное размещение – один из способов проведения IPO, при котором эмитент предлагает неограниченному кругу лиц размещаемый путем открытой подписки дополнительный выпуск своих ценных бумаг.

П.Г. Гулькин, крупнейший отечественный специалист по венчурному инвестированию и автор серии публикаций по рынку IPO в России, трактует термин IPO именно как "первичное публичное предложение" и дает ему следующее определение: первичное публичное предложение акций (IPO) – это процесс размещения обыкновенных или привилегированных акций на открытом биржевом рынке, впервые предпринимаемый компанией, с целью привлечения дополнительных инвестиций в акционерный капитал компании.<sup>3</sup> При этом происходит смена организационно-правового статуса компании, и она из частной компании закрытого типа преобразуется в открытую и публичную. Участниками этого процесса являются эмитенты, инвесторы, посредники и фондовая биржа.

Другого мнения придерживается А.В. Лукашов, один из виднейших экспертов по корпоративным финансам и автор ряда научных публикаций в области первичного рынка ценных бумаг. Он считает, что термин IPO следует понимать именно как "первичное публичное размещение" акций, которое он определяет как одновременно и канал для получения молодыми компаниями нового капитала, и как способ для первоначальных инвесторов выйти из участия в капитале и реализовать прибыли на свои инвестиции.<sup>4</sup>

Американские ученые Джей Риттер и Иво Велш дают следующее определение IPO: Первичное публичное предложение (IPO) – способ привлечения инвестиций посредством продажи ценных бумаг на открытый биржевой ры-

<sup>1</sup> См.: Первичное размещение акций. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. (Серия путеводителей – справочников "Проверено. Коммерсантъ"). – М.: Альбина Паблишер, 2003. С. 15.

<sup>2</sup> См.: Федеральный Закон от 22 апреля 1996 г. № 39 – ФЗ "О рынке ценных бумаг" (в ред. Федеральных законов от 26.11.98 №182 – ФЗ, от 08.07.99 №139 – ФЗ) // Российская газета. 25 апреля. №79. С. 2; Собрание законодательства РФ. – М., 1996. №17. Ст. 2.

<sup>3</sup> См.: Гулькин П.Г., Теребыкина Т.А. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO. – СПб., Аналитический центр Альпари СПб., 2002. С. 17.

<sup>4</sup> См.: Лукашов А.В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (IPO) // Управление корпоративными финансами. 2004. № 4. С. 21.

нок в ожидании роста ликвидности, предпринимаемый впервые.<sup>1</sup>

Существует также следующая интерпретация аббревиатуры IPO: Initial Public Offering расшифровывается как "первоначальное публичное предложение" акций широкому кругу инвесторов на специально организованной биржевой площадке, является эффективным механизмом привлечения капитала через фондовый рынок, осуществление которого подтверждает, что компания достигла высокого уровня информационной прозрачности, показала устойчивый рост финансовых показателей, уровень корпоративного управления компании соответствует принятому стандарту и компания обладает долгосрочной стратегией развития бизнеса.<sup>2</sup>

Таким образом, термин первичное публичное размещение толкуют более широко, подразумевая под ним IPO вообще. Это связано с тем, что некоторые исследователи и практики иногда рассматривают публичное размещение дополнительного выпуска ценных бумаг (акций) как некое классическое IPO, а иные способы – как отклонения от "классической" модели.

Автор предлагает следующее развернутое определение первичному публичному размещению (IPO) как экономической категории.

IPO – первое и все последующие размещения эмиссионных ценных бумаг определённого эмитента, адресованные неограниченному кругу лиц и осуществляемые в процессе выпуска ценных бумаг путем открытой подписки или в процессе их публичного обращения на торгах фондовых бирж и иных организаторов торговли на рынке. Хотя термин IPO может охватывать первичное размещение или обращение любых эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций, паев и депозитарных расписок), на практике термин IPO применяется преимущественно в отношении акций. В данной статье под термином IPO первичное публичное предложение акций понимается наравне с первичным публичным размещением акций.

Разобравшись в терминологии, перейдем к рассмотрению основных функций, целей IPO и принципов их осуществления. Однако, как в зарубежной научной литературе, так и в российских немногочисленных источниках, четких формулировок функций, целей и принципов осуществления IPO просто нет, они сильно размыты. В связи с этим, в данной статье предпринята попытка уточнить и конкретизировать функции, цели и принципы осуществления первичного размещения акций.

Рассматривая рынок IPO в широком макроэкономическом контексте, сформулируем и детально рассмотрим важнейшие его функции.

Во-первых, рынок IPO выполняет функцию стимулирования экономического роста посредством привлечения инвестиций в экономику. Достаточно часто в академической среде обсуждается вопрос, можно ли, используя потенциал фондового рынка, перейти от стадии стагнации к стадии устойчивого экономического роста.<sup>3</sup> Экономический рост, хотя и инерционного характера, имеет место. Основная цель – изменить

характер этого роста, а именно перевести его с инерционного пути на "рельсы" технологического прорыва. Фондовый рынок (в частности рынок IPO) может развиваться в таком направлении, чтобы перспективные отрасли – "новые точки роста", могли использовать инструменты рынка для привлечения долгосрочных инвестиций и, следовательно, стимулировать экономический рост. Также положительная связь прослеживается между ростом фондового рынка и ростом покупательной способности населения, конечно, если часть активов населения сосредоточена в акциях.

Во-вторых, рынок IPO способствует структурной перестройке экономики. Массовое проведение IPO способствует переливу капитала в экономике, структурной перестройке, развитию перерабатывающих и наукоемких отраслей.<sup>4</sup> То есть, это просто привлечение долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики, причем, в самые различные отраслевые сектора экономики. Как правило, отраслевой анализ любого рынка IPO показывает, что доминируют на нем те отрасли, развитие которых приоритетно для экономики страны. Таким образом, рынок IPO представляет собой идеальный с точки зрения эффективности инструмент структурной реформы.<sup>5</sup>

В-третьих, важной функцией рынка IPO является информационная функция: рынок IPO является индикатором состояния и перспектив экономики. В период стабильного экономического роста, как правило, происходит переток капиталов основных групп инвесторов-домохозяйств и институциональных инвесторов из инструментов с более низкой доходностью и риском в более рискованные и доходные ценные бумаги (акции). Тем самым формируется следующий взаимосвязанный самоподдерживающийся процесс: экономический рост – повышение привлекательности акций прибыльных компаний – сила приток капиталов на фондовый рынок – рост курсовой стоимости акций – улучшение условий привлечения новых инвестиций (посредством дополнительных эмиссий и IPO) – усиление экономического роста.

В-четвертых, рынок IPO выполняет функцию сдерживания инфляции. Экономисты расходятся во мнении влияния рынка IPO на инфляционные процессы, происходящие в экономике. Бытует мнение, что если на национальном рынке случается бум IPO и происходит увеличение объема свободных средств у компаний, это приводит к стимулированию роста инфляции, поскольку компании будут привлекать инвестиции, увеличивать зарплаты, и эти деньги попадут в экономику.

На самом деле очень сложно предположить, что деньги, которые будут привлекаться на рынке IPO, пойдут на увеличение зарплат. Если владельцы компании созрели для того, чтобы поделиться контролем над компанией со сторонними акционерами, это значит, что им эти деньги нужны не для повышения зарплат, а для того, чтобы модернизировать оборудование, выйти на новые рынки. То есть, эти средства привлекаются не в целях потребления, и поэтому эти финансовые ресурсы не могут рассматриваться как инфляционный фактор.

<sup>1</sup> См.: Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

<sup>2</sup> См.: материалы сайта [www.rusipo.com](http://www.rusipo.com).

<sup>3</sup> Панфилов В.С., Шураков А.Г., Стуков А.С. Анализ текущего состояния перспектив развития финансового сектора // Проблемы прогнозирования. 2005. № 1.

<sup>4</sup> Потемкин А. Развитие рынка IPO – насущная потребность для России // Рынок ценных бумаг №7 (238), 2005.

<sup>5</sup> Панфилов В.С., Шураков А.Г., Стуков А.С. Инновационный тип экономического развития: возможности и ограничения финансирования // Проблемы прогнозирования. 2005. № 3.

В-пятых, следующей функцией, которую выполняет рынок IPO, является повышение капитализации фондового рынка, увеличение оборота торгов и расширение спектра ликвидных инструментов.

Капитализация экономики – силя категория многогранная.<sup>1</sup> Это и один из основных инструментов обеспечения постоянного социально-экономического развития, внедрения его инновационной модели. Это и оценка уровня развития национальной экономики в целом, ее отдельных отраслей и хозяйствующих субъектов, их конкурентоспособности. В то же время капитализация экономики силя это индикатор одновременно и ее эффективности (как экономической, так и социальной), доверия к ней.

Когда страна переходит на рыночные рельсы, то и любые предприятия, отрасли должны получить оценки по капитализации, которые в совокупности составят капитализацию национальной экономики в целом. Повышение капитализации экономики является одной из ключевых целей в программе социально-экономического развития страны.

В-шестых, рынок IPO стимулирует развитие венчурного финансирования. Развитие рынка IPO содействует развитию венчурного финансирования, так как создает эффективный способ выхода венчурного инвестора из бизнеса. Между рынком IPO и венчурным инвестированием существует прямая и ограниченная взаимосвязь. IPO является "завершающей" стадией замкнутого инвестиционного цикла, существующего в развитых экономиках. При этом, венчурный капитал в состоянии существовать и успешно развиваться, если, вернее – только если, венчурный инвестор имеет возможность "выходить" из своих портфельных компаний через первоначальное публичное предложение их акций на фондовой бирже,<sup>2</sup> однако, российская практика "выхода" венчурных инвесторов из профинансированных портфельных компаний еще пока не сложилась.<sup>3</sup>

Рассмотрим основные цели, которые преследуют компании, выходя на рынок IPO.

Во-первых, общепризнанно главной целью при проведении IPO является привлечение эмитентом наибольшего объема капитала при размещении наименьшего количества акций, то есть получение максимальной цены за акцию. Привлеченный капитал поможет решить текущие задачи компании, такие как модернизация производства или финансирование важных проектов. Возможности использования средств ограничены проспектом эмиссии, где изложены общие направления использования привлеченных в результате проведения IPO финансовых ресурсов.

Во-вторых, для компании огромное значение имеет создание капитализации, рыночной истории для своих акций и ликвидности. Как известно, капитализацию может иметь только публичная компания. Соответственно, через IPO эмитент приобретает рыночную стоимость. При этом, IPO является не только средством получения долгосрочных инвестиций, сколько одним из способов получения независимой оценки компании. Цена акций может вырасти уже в процессе первичного размещения, и положительная динамика сохранит-

ся, если компания будет последовательно выполнять свои обещания, данные инвесторам.

В-четвертых, посредством IPO происходит повышение узнаваемости компании и укрепление бренда. Информация о курсовой стоимости акций компании доступна всем желающим, поскольку ее можно найти в регулярных биржевых обзорах, СМИ и новостях информационных агентств. Все это способствует повышению известности и узнаваемости компании, что дает очевидные конкурентные преимущества: увеличение клиентской базы, рост доверия со стороны партнеров, выгодные предложения о сотрудничестве и т. д.

Рассмотрев цели IPO, перейдем к анализу принципов его осуществления. Итак, первым принципом является принцип последовательности. Его суть заключается в том, что для того, чтобы акции компании стали торговаться на бирже, компания должна пройти ряд последовательных процедур, которые могут потребовать значительных затрат, как материальных, так и временных. Как правило, принятие решения о размещении акций принимается задолго до IPO, а процесс подготовки компании к публичному статусу может занять до нескольких лет. Для успешного размещения своих акций, компания должна пройти ряд установленных процедур.

Следующим принципом осуществления IPO является принцип прозрачности или публичности. Его сущность вытекает из самого термина "первичное публичное размещение акций" и заключается в полной открытости финансовой отчетности перед широким кругом акционеров и потенциальных инвесторов. Компания обязана раскрывать информацию о бизнесе, планах, владельцах компании.

С развитием процесса глобализации финансовых рынков, совершенствования технологий электронной торговли и улучшения качества биржевой инфраструктуры, первичное размещение акций компаний перестало быть экзотическим явлением. За многие годы выхода сотен частных компаний на открытый биржевой рынок была сформирована целая индустрия и налажена инфраструктура, а проведение первичного размещения акций превратилось в профессиональную услугу инвестиционных банков, которые поставили этот процесс на промышленные рельсы. В этом заключается принцип технологичности первичного размещения акций. Таким образом, для компании, решившей разместить свои акции на бирже, придется пройти через стандартную процедуру вне зависимости от географического рынка размещения.

Не менее важным принципом осуществления IPO является принцип доступности или равенства возможностей, как для самих компаний, так и для частных инвесторов. Это означает, что на рынке все обладают равными возможностями: частные компании равны в возможностях выхода на публичный рынок, а инвесторы равны в возможностях приобретения части компании посредством открытых, публичных торгов. Единственное отличие в возможностях между компаниями и инвесторами здесь заключается в том, что для получения статуса публичности компании должны еще соответствовать определенным требованиям.

<sup>1</sup> Барановский А. Недокапитализированная экономика // Микроэкономика и бизнес. 2003. № 42 (467).

<sup>2</sup> Ronald J. Gilson, Bernard Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market? // Journal of Applied Corporate Finance, Winter 1999, p. 36 – 48.

<sup>3</sup> Гулькин П.Г. Проблема "выхода" из проинвестированных российских компаний // Рынок ценных бумаг. 2001. №5 (188).