

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ВЫХОДА КОМПАНИЙ НА БИРЖУ*

Артур Андроникович НАЗАРЬЯНЦ

студент магистратуры,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
artur_1001@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-0692-2383>
SPIN-код: 5340-0180

История статьи:

Рег. № 80/2021
Получена 15.02.2021
Получена
в доработанном виде
01.03.2021
Одобрена 15.03.2021
Доступна онлайн
29.04.2021

УДК

JEL: G15, G23, G24

Ключевые слова:

IPO, DPO, SPAC,
MSP

Аннотация

Предмет. Опыт мировых торговых площадок, связанный с альтернативными способами листинга акций компаний на биржах.

Цели. Изучение целесообразности адаптации иных методов размещения акций на российских биржах в целях развития национального финансового рынка и увеличения количества торгуемых акций.

Методология. Применялись общенаучные методы анализа и синтеза, сравнительный и сопоставительный анализ, графический метод.

Результаты. Определено, что существуют законодательные преграды, которые ограничивают возможность применения новых методов листинга акций на российском рынке. При этом со стороны субъектов малого и среднего бизнеса, а также крупных российских непубличных компаний наблюдается спрос на более простые и менее затратные способы выхода на рынок акционерного капитала.

Выводы. Появление дополнительных путей выхода компаний на биржу открывает перед эмитентами более диверсифицированные и менее затратные способы размещения акций, а также расширяет базу инвесторов и общую привлекательность российского финансового рынка.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Назарьянц А.А. Совершенствование методов выхода компаний на биржу // *Финансы и кредит*. — 2021. — Т. 27, № 4. — С. 934 — 960.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.4.934>

Листинг на любой бирже предоставляет корпорациям и предпринимателям прекрасную возможность привлечь капитал для финансирования новых проектов, расширения деятельности и диверсификации бизнеса. Листинг выгоден компаниям, инвесторам и широкой общественности в целом, так

* Автор выражает благодарность и глубокую признательность кандидату экономических наук, профессору департамента банковского дела и финансовых рынков ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» Александру Константиновичу АФАНАСЬЕВУ за советы и ценные замечания при работе над данной статьей.

как в некотором роде повышает престиж и значимость залистингованных компаний. Биржи в свою очередь способствуют прозрачности при торговле листинговыми ценными бумагами в качественных и конкурентных условиях. Сегодня у бизнес-лидеров есть много вариантов, которые они должны учитывать при принятии решения о первичном размещении акций. Выбор подходящей фондовой биржи — это долгосрочное стратегическое решение, которое в первую очередь определяется основными факторами бизнеса фирмы. Несмотря на некоторые недостатки классического IPO¹, которые мы еще обсудим, данный способ размещения акций долгое время оставался более предпочтительным для многих компаний.

Как отмечают А.И. Богомолов, В.П. Небезин [1] и С.А. Чинухин [2] в своем анализе, короткие сроки предоставленных ссуд, ограниченное количество финансовых инструментов и другие меры государственной поддержки [3] оказывают слабое влияние на устойчивость малых и средних предприятий. В Российской Федерации, согласно национальному проекту «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы», приводятся мероприятия, связанные с развитием инструментов фондового рынка для субъектов МСП². На сегодняшний день инструменты направлены на поддержку субъектов МСП путем компенсации части затрат по эмиссии акций и облигаций и выплате купонов. Так, например согласно проекту поддержки субсидируются затраты при размещении до 2% от всего объема, но не более 1,5 млн руб. Согласно данным Московской биржи в «секторе роста», в котором размещаются компании малой и средней капитализации, присутствуют 33 эмитента (в том числе 24 МСП), всего 57 ценных бумаг (55 облигаций, в том числе 42 МСП и 2 акции), совокупный объем размещений в 2020 г. составил 5,6 млрд руб.³. Если сопоставить приведенные данные и взглянуть на объем облигаций в обращении (*рис. 1*), то мы увидим заметный рост доли облигаций в корпоративном долге [4], этот рост обеспечен в первую очередь предприятиями малого и среднего бизнеса. Другое направление на российском рынке бондов, которое набирает обороты, — это так называемые коммерческие облигации. По размещенным объемам коммерческие облигации отстают от биржевых (*рис. 2*), но прирост размещений в коммерческих облигациях выше. Это связано с тем, что размещение таких облигаций намного проще, например, компаниям, которые хотят разместить коммерческие облигации, не нужно готовить проспект эмиссии, поскольку подписка, как правило, закрытая. При этом

¹ Initial Public Offering (IPO).

² Малое и среднее предпринимательство.

³ Данные Московской биржи (октябрь 2020).

выпуск регистрируется в НРД⁴, а не на Московской бирже, что снижает затраты эмитента, и обращаются такие облигации только на внебиржевом рынке. Обычный инвестор может приобрести такие бумаги через своего брокера, тот в свою очередь отправит заявку через специальную OTC-систему⁵ Московской биржи, которая позволит найти контрагента по сделке⁶. И самое главное отличие выпуска коммерческих облигаций от биржевых — это отсутствие необходимости в получении кредитного рейтинга. Пока рынок облигаций растет по всем фронтам за счет этих компаний, российский рынок акционерного капитала переживает не лучшие времена. Согласно данным Московской биржи за 2020 г., всего две компании провели IPO — «Совкомфлот» и ГК «Самолет». Еще восемь, разместившись на других биржах, провели второй листинг на отечественной площадке — «Эталон», «Петропавловск», Mail.ru, HeadHunter, Globaltrans, «Мать и Дитя», Ozon.

Наблюдается несколько рисков, связанных с таким бурным ростом рынка облигаций в секторах, связанных с МСП и «засухой» на рынке акционерного капитала. Некоторые облигации таких эмитентов, как правило, несут в себе повышенный риск, у некоторых слабые финансовые результаты, и им нужно больше времени на развитие и рост, у большинства нет кредитной истории, которая позволила бы активнее привлекать инвесторов. Есть также факторы, которые фундаментально могут ограничить доступ к облигациям даже качественных эмитентов и, соответственно, перекрыть доступ к финансированию. Введение статуса квалифицированного инвестора может не допустить рядового инвестора до таких бумаг, просто потому, что у некоторых компаний нет кредитного рейтинга. Не говоря уже о том, что малейшее негативное движение на рынке может привести не только к росту доходностей, но и увеличению премии к будущим выпускам (для рефинансирования, например) и расширению спредов. Не стоит также забывать о том, что с 2021 г. купоны по облигациям начали снова облагаться НДФЛ, что делает рынок бондов менее привлекательным, несмотря на доходности. Таким образом, на российском рынке складывается ситуация, что большинство молодых компаний вынуждены размещать долговые ценные бумаги, хотя, казалось бы, по аналогии с американским рынком должны активнее размещаться через IPO.

⁴ Национальный расчетный депозитарий (входит в Группу Московской биржи)

⁵ Over-The-Counter (OTC) — внебиржевой рынок.

⁶ Внебиржевые сервисы Московской биржи (OTC-системы). URL: <https://www.moex.com/s2343>

Проблема кроется в изначально неверном позиционировании первичного размещения на нашем рынке. Ведь считается, что до стадии IPO нужно пройти большой и трудоемкий процесс, который должен включать создание публичной кредитной истории эмитента, длительный срок привлечения, повышенную узнаваемость бренда и ряд других процессов, не говоря о плате за андеррайтинг при классическом первичном листинге, что значительно увеличивает стоимость любого IPO.

Последние несколько лет появились альтернативы классическому листингу на биржах. Одной из таких альтернатив является прямой листинг, или DPO⁷ — процесс, когда частная компания при размещении своих акций на бирже позволяет участникам рынка устанавливать цену ее акций. Впервые DPO воспользовалась компания по производству мороженого и йогуртов Ben & Jerry's в 1984 г., разместив рекламу в местной газете компания привлекла 750 тыс. долл. США. Инвесторам предлагалось приобрести минимум 12 акций по 10,5 долл. США за акцию, сделка проводилась на OTC-рынке. Также в прямом листинге нет роуд-шоу для букбилдинга («создание книги»). При прямом листинге роуд-шоу заменяется на обыкновенный «день инвестора», когда эмитент предлагает инвесторам узнать о компании побольше, причем и через интернет-трансляции. Данное отличие прямого листинга от классического IPO делает DPO более демократичным, так как каждый имеет равный и одновременный доступ к информации об эмитенте. Таким образом, не происходит привычного для всех инвесторов процесса с установлением цены первичного предложения, как это происходит в случае с IPO. При этом в случае с IPO цена размещения может быть установлена слишком низкой либо слишком высокой.

Еще одним преимуществом прямого листинга является отсутствие lock-up как при классическом IPO, когда инвесторы не могут продавать свои акции в течение определенного промежутка времени после листинга. Ну и главное отличие прямого листинга от первичного размещения — это отсутствие андеррайтинга, а следовательно, если нет андеррайтеров (в лице инвестиционных банков), нет и предложения со стороны банков этих акций крупным инвесторам, и значит, процесс листинга происходит без букбилдинга. Можно подумать, что банки при прямом листинге практически не присутствуют, но и здесь они сумели найти свою роль, правда, уже менее значимую. Как правило, инвестиционные банки выступают в роли консультантов по рынку капитала для более крупных инвесторов. До недавнего времени одним из недостатков DPO являлось то,

⁷ Direct Public Offering (DPO).

что компания не могла привлекать новый капитал в дату размещения и по сути только нынешние владельцы могли «обналичить» свои акции, продав их. Хотя это не такая большая проблема, как может показаться, поскольку компания могла принять решение о привлечении денежных средств в ходе предварительного листинга от заинтересованных инвесторов или же сделать вторичное размещение⁸ в течение нескольких месяцев после того, как компания станет публичной. Но в конце 2020 г. правила игры изменились, когда SEC⁹ одобрила Нью-Йоркской фондовой бирже¹⁰ проведение DPO именно для привлечения «свежего» капитала через прямой листинг¹¹, что до этого времени было невозможно.

Помимо более упрощенного процесса листинга через DPO, IPO имеет ряд недостатков по сравнению с прямым листингом, это так называемые инвестиционные банки и андеррайтеры [5]. Основные услуги, которые предоставляют банки при IPO, и, как они считают, весьма важные будут перечислены далее.

1. Информация о размещении (шаблонные проспекты). Проспект эмиссии — это такой же юридический документ, как и отчетность компании. Опыт банков с первичными размещениями позволяет им указывать компаниям, какую информацию включать в проспект эмиссии, а какую нет. Но как правило, проекты, подготавливаемые инвестиционными банками, унифицированы и, по сути, являются рамочными. И поскольку модель проспекта в некотором роде стандартизирована, необходимость в помощи банков в этом процессе отпадает, так как процедура носит механический характер.
2. Маркетинг (неэффективные продажи). Клиентская база банка позволяет образовывать некий синдикат продаж, за счет которого банк может обратиться к своей клиентуре (потенциальным инвесторам) и таким образом расширить круг инвесторов для компании-эмитента. Но когда эмитенты еще были неизвестны рынку, инвестиционные банки рассматривались как эксперты рынка и, соответственно, были неким признаком того, что компания прошла проверку. Но рынок размещений

⁸ Secondary Public Offering (SPO).

⁹ Securities And Exchange Commission (SEC) Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings, December 22, 2020. URL: <https://www.sec.gov/rules/other/2020/34-90768.pdf>

¹⁰ New York Stock Exchange (NYSE).

¹¹ Silicon Valley Wins as SEC Allows New Direct Listing. Bloomberg, 2020. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-22/silicon-valley-wins-as-sec-allows-direct-listings-to-raise-cash>

серьезно поменялся за последнее десятилетие, что вызывает неэффективность продаж со стороны банков. Во-первых, эмитенты за счет своего бизнеса порой бывают известней и имеют более высокий статус за счет своего продукта или услуг. Большинство людей слышали о компании Uber, но в меньшей степени понимают, чем именно занимаются Goldman Sachs или J.P. Morgan. Во-вторых, кризис 2008 г. серьезно ударил по репутации банков как провайдеров инвестиционных услуг.

3. Сроки. Банки утверждают, что их опыт при размещениях акций дает им понимание того, когда самое оптимальное время для листинга. Конечно, никто не может рассчитать правильное и нужное время размещения на рынке.
4. Ценообразование. Это должно быть сильной стороной инвестбанков, ведь у них есть способность измерять спрос через общение с инвесторами и корректировать предложение (снижение или увеличение количества акций или цены). Конкретные примеры, к сожалению, демонстрируют обратную ситуацию, например, IPO WeWork¹².
5. Андеррайтинг. На самом деле, как может показаться на первый взгляд, именно андеррайтинг является некой гарантией или преимуществом в модели IPO. Во-первых, сначала устанавливается эта самая гарантия, в то время как цена не устанавливается перед IPO. При этом необходимо понимать, что как раз цена предложения может быть установлена ниже той, которую, как кажется собственникам компании, инвесторы заплатили бы за ее акции. Во-вторых, если владельцы уверены в росте акций своей компании после первичного размещения, это делает андеррайтинг менее ценным.
6. Поддержка после IPO. Банки уверяют, что могут обеспечить ценовую поддержку после первичного размещения, например давая только положительные рекомендации и приуменьшать отрицательные показатели компании.

Банковские услуги, которые описывались, требуют затрат. Как правило, эти затраты делятся на две категории:

- комиссионные банка за само размещение;
- выручка от выпуска.

¹² WeWork отложил IPO из-за слабого спроса инвесторов // Forbes.

URL: <https://www.forbes.ru/newsroom/biznes/383699-wework-otlozhil-ipo-iz-za-slabogo-interesa-investorov>

Эти затраты варьируются от 3% до 8% от выручки (рис. 3). Хотя затраты на выпуск снижаются при более крупном размещении эмитентом своих акций, снижение этих затрат не такое резкое, то есть либо издержки являются больше переменными, чем постоянными, либо по этим издержкам меньше пространства для переговоров.

Для того чтобы проиллюстрировать размер этих затрат на конкретном примере, стоит обратить внимание на IPO компании Uber. Сборы за андеррайтинг составили порядка 106,2 млн долл. США, при этом Morgan Stanley (ведущий андеррайтер в этом размещении) получил около 70% всех сборов¹⁵. Если сравнить комиссии за андеррайтинг в классическом IPO с комиссиями за консультирование в DPO (рис. 4), то прямой листинг позволяет сэкономить значительную сумму денег.

Есть вторая цена, которая возникает из-за типичной структуры IPO. Инвестиционные банки гарантируют цену предложения, но банки склонны занижать, а не завышать ее. При типичном IPO происходят скачки цены предложения до открытия в первый день торгов (рис. 5). Таким образом при IPO цены акций росли на 15% на дату размещения, в то же время были компании, чьи акций росли намного больше после размещения. Рассматривая конкретные примеры таких скачков цен после размещений, обратим внимание на Beyond Meat и Zoom, чьи акций росли на более чем на 80% и 70% соответственно. При этом необходимо понимать, что заниженные цены при первичном размещении — это деньги, оставленные владельцами эмитента инвесторам (по сути, клиенты самих банков-андеррайтеров). Обычно банки в свою пользу интерпретируют занижение первичной цены предложения — в качестве основы дальнейшего роста цены акций. Однако этот аргумент теряет свою значимость, потому что если бы это было правдой, то цены на акции действительно росли выше средних значений спустя недели или месяцы после размещения, но этого не происходит.

Как работают прямые листинги?

Процесс подготовки в прямом листинге в США очень похож на IPO. Сначала компания подает заявление о регистрации, так называемую форму S-1, которая становится доступной для всех потенциальных внешних инвесторов¹⁴.

¹⁵ Guess Who Got Rich Off Uber's Train-Wreck I.P.O.? *Vanityfair*, 2019.
URL: <https://www.vanityfair.com/news/2019/05/guess-who-got-rich-off-ubers-train-wreck-ipo>

¹⁴ U.S. Securities and Exchange Commission. SEC Form S-1 (IPO Investment Prospectus).
URL: <https://sec.report/Form/S-1>

- Эмитент подает заявление о регистрации S-1 в SEC, там проходит рассмотрение формы S-1, а SEC после проверки черновой формы дает комментарии своих специалистов.
- Параллельно компания может проводить встречи с потенциальными инвесторами, но здесь есть ограничения. Эмитент в назначенный «день инвестора» в ходе презентации может рассказывать о финансовых результатах, но только в исторических показателях, без каких-либо прогнозов. При классическом IPO такого ограничения нет.
- В период регистрации запрещены какие-либо публичные заявления сотрудников компании или ее аффилированных лиц. Также запрещены торговые рекомендации по акциям компании. Данное ограничение действует для того, чтобы не раздувать ажиотаж вокруг цен на акции.

На самом деле, все перечисленные ограничения действуют только в период рассмотрения Комиссией по ценным бумагам и биржам формы S-1. Как только SEC одобряет черновую версию формы (обычно за неделю до первого дня торгов) документ вступает в силу, что позволяет компании публично объявить о перспективных финансовых рекомендациях.

Как проходит торговля?

- На этом этапе нынешние акционеры компании также начнут определять, по какой цене они готовы продать свои акции. На любом рынке должны быть акции для покупки новыми инвесторами — ликвидность, которая появляется только при продаже существующими акционерами своих собственных акций (так называемое *existing shares*).
- За день до начала торгов акциями эмитента биржа после согласования с финансовыми консультантами компании объявляет рекомендованную цену. Эта цена является почти аналогом первоначального диапазона подачи заявок в рамках устаревшего процесса IPO, но это всего лишь ориентир, который информирует инвесторов о том, в каком ключе будет проходить торговая активность. В случае Spotify справочная цена была последней частной вторичной сделкой. Что касается Slack, он был точно информирован по средневзвешенной цене (VWAP¹⁵) недавней вторичной торговой активности, но не был точным VWAP. В отличие от IPO, где первоначальный диапазон подачи заявок будет по крайней мере изначально ближе к цене открытия, справочная цена в прямом листинге на самом деле не служит существенной целью в этом процессе.

¹⁵ Volume Weighted Average Price (VWAP).

- Утром в первый день торгов начинается аукцион — сначала указывается размер спроса, а затем — по какой цене начинает формироваться спрос и предложение. Покупатели и продавцы будут корректировать свои заявки в течение нескольких часов, поскольку рынок начинает определять равновесную цену. В случае со Slack для начала торговли потребовалось около 150 минут после открытия более широкого рынка, что было быстрее, чем ожидало большинство участников.

Компания специального назначения по приобретению¹⁶ еще один альтернативный способ, позволяющий не торгующимся компаниям стать публичными. SPAC — это структура, которая сформирована для привлечения капитала в рамках IPO в целях дальнейшего использования полученных денежных средств для приобретения непубличной организации. По своей сути SPAC — это целевая компания, задача которой заключается в слиянии с другой компанией, не торгующейся на бирже. Вначале своего пути SPAC является «пустышкой», которая собирает деньги через листинг, а затем поглощает другую непубличную организацию, позволив ей миновать все бюрократические процедуры классического IPO. Через SPAC на биржу на сегодняшний день вышли такие компании, как Virgin Galactic (в 2019 г.) или печально известная Nikola (уже в 2020 г.).

Несмотря на, казалось бы, снизившуюся инвестиционную активность на рынке, вызванную пандемией [6], рынок первичных размещений переживает бурный рост в 2020 г. по сравнению с 2019 г. Компании привлекли 170,5 млрд долл. США через 463 размещения на американских биржах в 2020 г. (рис. 6). Основным толчком этого роста стал интерес инвесторов к SPAC, почти половина всех fundraising на рынке IPO в 2020 г. приходилась именно на SPAC (рис. 7). Если быть точным, то 46% от всех размещений в 2020 г. проходило на SPAC, а доля объема привлеченного капитала через компании специального назначения составила 51%. И это только те компании специального назначения, которые уже обращаются на бирже (табл. 1), ведь еще есть SPACs, которые либо зарегистрированы и только начнут торговаться, или те, кто объявил о регистрации новой компании специального назначения и ждет подтверждения от SEC. Эти показатели могут вызвать удивление у тех, кто опасается перегрева рынка IPO, если проводить параллели с периодом интернет-пузыря в начале 2000 г. Но, по мнению автора, они указывают на всплеск интереса среди индивидуальных инвесторов, многие из которых используют популярное брокерское приложение Robinhood.

¹⁶ Special Purpose Acquisition Company (SPAC).

Создание SPAC начинается с того, что спонсор формирует компанию и начинает работать с андеррайтерами, чтобы сделать SPAC публичным в ходе IPO. Спонсоры варьируются от крупных фондов до бывших руководителей компаний из S&P 500 и частных лиц без особого опыта. Поскольку в самом начале SPAC это «пустышка» и не ведет никакой деятельности, процесс регистрации проходит быстро. До IPO спонсор приобретает пакет акций по номинальной цене, которая составит 25% выручки от IPO (или, что эквивалентно, 20% капитала после IPO). Этот пакет акций также называют «спонсорским вознаграждением», является некой компенсацией спонсора за работу, которую он выполняет. Помимо этого, спонсор имеет право воспользоваться *greenshoe option*¹⁷. Кроме того, одновременно с размещением спонсор приобретает варранты на SPAC, акции, или и то, и другое по ценам, считающимся справедливой рыночной стоимостью. Доходы от инвестиций спонсора покрывают расходы на IPO и операционные расходы, в то время как SPAC ищет цель для слияния. В ходе IPO SPAC продаются паи¹⁸, состоящие из акций и варрантов. Выручка от IPO SPAC размещается в трасте и инвестируется в казначейские облигации США¹⁹. Согласно уставу SPAC, денежные средства в трасте могут быть использованы только:

- для приобретения компании;
- внесения вклада в капитал компании, с которой SPAC сливается;
- распределения среди акционеров при ликвидации, если SPAC не завершает слияние;
- выкупа акций.

Затем команда спонсора занимается роуд-шоу как в обычном IPO — для поиска потенциальных инвесторов. По сути, спонсор продает инвесторам не компанию, а свой опыт и компетенции, например, именно поэтому управляющий хедж-фондом Билл Акман привлек рекордную сумму в размере 4 млрд долл. США в 2020 г.²⁰. Если инвесторов заинтересует команда, им продаются акции самого SPAC, обычно по 10 долл. США каждая. Максимально возможный срок жизни SPAC на сегодняшний день составляет два года, чтобы определить цель и завершить слияние с другой

¹⁷ Опцион, дающий право продать на 15% больше акций внешним инвесторам в течение 30 дней после размещения.

¹⁸ Их также называют *units*.

¹⁹ Treasury notes.

²⁰ As Ackman hunts blockbuster deal, he counts on big backers. Reuters, 2020.
URL: <https://www.reuters.com/article/us-ackman-tontine-idUSKBN27X2WP>

организацией. Акционеры могут проголосовать за продление периода поиска цели для слияния либо за дополнительное время, которое необходимо для завершения уже объявленного слияния. Если SPAC не объединится в течение двух лет, он ликвидируется и распределяет средства в трасте среди публичных акционеров. В случае ликвидации спонсор теряет свои инвестиции. Несмотря на букву «А» в названии, SPAC не приобретает компанию. Вместо этого SPAC обычно сливаются с частными компаниями в сделках, которые оставляют бывших акционеров SPAC с миноритарными долями в объединенной компании. На *рис. 8* приводятся все этапы жизненного цикла SPAC, начинающиеся с IPO.

1. Публичные инвесторы покупают паи, состоящие из акций и варрантов, в ходе IPO SPAC.
2. В течение двух лет SPAC предлагает слияние, в результате которого частная компания станет публичной.
3. Часто более двух третей акций SPAC выставляются на выкуп.
4. Одновременно со слиянием сам спонсор и/или третьи лица покупают акции в частных размещениях (PIPE²¹), чтобы пополнить часть денежных средств, выплаченных SPAC для выкупа своих акций.
5. Доходы от слияния.
6. Оставшиеся публичные акционеры SPAC владеют небольшой долей акций компании после слияния.
7. Спонсор SPAC и сторонние частные инвесторы также владеют небольшими долями акций компании.

Применительно к российскому рынку можно было бы размещать денежные средства на эскроу-счетах, которые пока что у нас в стране используются исключительно в долевом строительстве²², по мнению автора, компании специального назначения могли бы расширить функционал эскроу-счетов у нас в стране. Также аналогично размещению в казначейские облигации США на нашем финансовом рынке можно будет размещать часть выручки в ОФЗ²³.

²¹ Частные инвестиции в акционерный капитал (*англ.* Private Investment in Public Equity или PIPE).

²² Федеральный закон от 30.12.2004 № 214-ФЗ (ред. от 30.12.2020) «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации».

²³ Облигации федерального займа.

Слияние и закрытие SPAC. После IPO спонсоры начинают заниматься поисками целевой компании. Каких-либо строгих требований на этапе поиска для кандидата на слияние нет, но обычно спонсоры для этих целей стараются выбрать непубличную компанию. Если по истечении двух лет спонсоры не смогли найти цель для поглощения, происходит возврат средств инвесторам и ликвидация SPAC. Если же спонсорам все-таки удалось найти компанию, начинаются переговоры об оценке компании и условиях сделки. После сделки начинается закрытие SPAC, по сути, смена тикера. После согласования всех условий сделки спонсоры представляют их первичным инвесторам, обычно это институциональные инвесторы. Доля в SPAC дает им право голоса и позволяет оспорить выбор спонсора, если поглощаемая компания их не устраивает. Но даже если большинство акционеров одобрило сделку, акционеры, которых не устроил выбор цели, имеет право вернуть вложенные средства в обмен на возврат акций самого SPAC. После слияния целевой компании присваивается новый тикер на бирже. Например, при регистрации SPAC с тикером IPOA после его слияния с Virgin Galactic в 2019 г. тикер была заменен на SPCE.

Поскольку некоторые особо популярные акции торгуются на высоких уровнях и, по сути, перестают быть доступны более мелким инвесторам, а спрос остается высоким, инвесторы начинают смотреть на ценность компаний по всей цепочке ее жизни. Сегодня зарождается новый метод торговли акциями непубличных компаний. Например, J.P. Morgan создает свою собственную платформу, на которой инвесторы могли бы торговать акциями частных компаний и приобретать доли в стратапах перед IPO²⁴.

Основная предпосылка создания такой платформы связана в первую очередь со все большим притоком частных инвесторов на финансовые рынки — этот процесс справедлив не только для российского рынка, но и для рынка США, о чем говорит приток новых клиентов у таких брокеров как Robinhood. Компании стали оставаться частными намного дольше, чем было раньше, что может означать, что инвесторы, которые участвуют в IPO или покупают акции с рынка, упускают лучшие годы роста компании. За примерами далеко ходить не надо, достаточно взглянуть на рынок IPO в 2019 г., когда акции ряда крупнейших компаний, таких как Uber или Lyft, резко упали в первые дни торгов, а уже в 2021 г. инвестиционный банк Goldman Sachs, разочаровавшись в IPO того же Uber, распродает свой пакет

²⁴ Так называемое pre-IPO.

акций²⁵. При этом более поздние инвесторы Uber, которые вложились на ранней стадии венчурного финансирования, заработали миллиарды.

По мнению автора, чем дольше компания остается непубличной после многоэтапных венчурных вливаний, тем больше зарабатывает именно небольшая группа частных инвесторов, инвестировавших на одном из раундов венчурного финансирования за счет накопленного эффекта. Они увеличивают оценку своих вложений на несколько сотен процентов, продавая свои акции обычным инвесторам уже на публичном рынке. Рядовые же инвесторы остаются вне досягаемости основной части прибыли. Как уже отмечалось, долгое пребывание компании в статусе непубличной и регулярные частные этапы привлечения капитала в итоге рождают так называемые компании-единороги, согласно данным CB Insights сегодня насчитывается 527 таких компаний общей стоимостью 1,6 трлн долл. США²⁶. Если раньше участников рынка больше интересовали акции роста, например, во времена dotcom, то сейчас инвесторы больше сосредоточены на компаниях, способных генерировать денежные потоки и получать прибыль. Это привело к тому, что у институциональных инвесторов появилась потребность в инвестировании в акции частных компаний и дальнейшей торговли ими уже на внутренних площадках банков. Такие компании, как SpaceX Илона Маска, или сверхпопулярный дисконт-брокер Robinhood, или даже пресловутый TikTok, который стал камнем преткновения между США и Китаем — все эти компании вызывают большой интерес у инвесторов и при этом являются непубличными. Но как мы помним, одно из главных свойств любого рынка — это наличие ликвидности, спрос должен быть удовлетворен встречным предложением. И такое предложение со стороны основателей компаний и фондов, которые готовы выставить на продажу свои акции, также имеется. Правда, помимо очевидных преимуществ таких платформ есть и минусы, которые пока что тяжело решить, например, сделки с такими акциями все еще проходят через голосовую торговлю. Таким образом, передача прав на пакет акций может занимать недели. Ко всему прочему, учитывая многораундовые этапы привлечения в стартапах, они порой выпускают несколько классов акций, что еще больше усложняет процесс торговли, ведь разные классы акций тяжелее оценить, поскольку никаких публично котирующихся цен нет.

²⁵ Goldman Says It Sold Out of Uber Stake After IPO Lockup Expired. Bloomberg, 2021. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-15/goldman-says-it-sold-out-of-uber-stake-after-ipo-lockup-expired>

²⁶ The Complete List of Unicorn Companies. CB Insights, 2021. URL: <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>

Исследователь К.А. Фуденова [7] верно отмечает, что сделки слияний и поглощений, к которым относится и SPAC, могут быть альтернативой IPO. Некоторые авторы²⁷ [8] также затрагивают тему положительного синергетического эффекта от слияний, в том числе и на российском рынке [9]. Как отмечают Н.Е. Анненская и А.А. Назарьянц [10], аппетит инвесторов к тем же инструментам ответственного инвестирования остается огромным, но последние несколько лет почти не было дебютов среди компаний, связанных с устойчивым развитием. Организации, занимающиеся устойчивым развитием, выпускают облигации, но акционерных компаний среди них мало, SPAC мог бы исправить данную ситуацию, так как среди нефтегазовых [11] и электрогенерирующих корпораций наблюдается большой интерес и потребность в снижении влияния своих предприятий на окружающую среду²⁸. Таким образом, энергетические компании могли бы стать инициаторами создания SPAC в целях поглощения непубличных компаний, например, в сфере возобновляемых источников энергии, что позволило бы и российским нефтегазовым компаниям подняться в мировых строчках ESG рейтингов. С учетом того, что в России активно развивается финтех [12, 13], в банковском секторе также много потенциальных претендентов для слияний с кредитными организациями [14, 15]. Одной из основных преград на пути внедрения альтернативных способов размещения акций сегодня является несовершенство федеральных законов о рынке ценных бумаг и публичных акционерных обществах. Как отмечают О.Ю. Кузьмина, М.Е. Коновалова [16] в ФЗ «О рынке ценных бумаг»²⁹ дефиниция касательно IPO прописана не совсем корректно, что уже препятствует внедрению методов по размещению, которые описывались ранее. Также имеются проблемы институционально-правового характера, касающиеся МСП [17], которые не направлены на развитие субъектов малого и среднего предпринимательства.

Если вы являетесь компанией с публичным профилем и инвесторы уже знают, чем вы занимаетесь, то потребность в классическом IPO отпадает сама собой и тогда вам следует ориентироваться на прямой листинг или SPAC. В России в качестве примера могут выступать каршеринговые компании (Яндекс.Драйв, Делимобиль, Belka Car) или службы доставки (Сбермаркет, Dodo Brands, Delivery Club и др.), у которых огромная

²⁷ Каменская А.Е. Характерные риски слияния и поглощения // Новые экономические исследования. Сборник статей международной научно-практической конференции. Пенза: Наука и Просвещение, 2020. С. 138–140.

²⁸ Стерхов А.В. Роль сделок слияний и поглощений в развитии мировой электроэнергетики // Российские регионы в фокусе перемен. Сборник докладов XIV международной конференции. Екатеринбург: УМЦ УПИ, 2020. С. 36–38.

²⁹ Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

клиентская база по стране, но они все еще остаются непубличными. Если же вы небольшая и динамично развивающаяся компания с перспективой, тогда вам следует придерживаться пути классического IPO либо искать подходящую SPAC структуру.

Последние несколько лет в России активно развивается рынок корпоративных и коммерческих облигаций, а некоторые инвесторы даже стали отдавать предпочтение такому рисковому сегменту, как высокодоходные облигации (ВДО). По мнению автора, это связано с дефицитом публичных компаний на рынке акций. При этом на нашем рынке достаточно много быстрорастущих компаний, которые испытывают потребность в акционерном капитале, но их малый размер или, возможно, геополитические риски создают предпосылки для совершенствования биржевой инфраструктуры и внедрения альтернативных способов размещения. Например, в Москве активно тестируются беспилотные аэротакси³⁰, при этом аналогичная, но уже зарубежная Joby Aero Inc³¹, которая также занимается беспилотным воздушным транспортом, собирается выходить на биржу именно через SPAC. Некоторые авторы предлагают создание специализированного банка [18] или использование краудфандинга³², но эти формы привлечения малоэффективны, если компании нужен многомиллионный капитал. Развитие дополнительных способов размещения акций на отечественных биржах позволило бы не только увеличить количество компаний на нашем рынке, но и повысить конкурентоспособность отечественной биржевой инфраструктуры на мировом рынке. Учитывая разногласия между США и Китаем, американские биржи могут начать в скором времени делистинг акций китайских компаний, в связи с чем HKEX³³ активно развивает свою площадку для компаний, которые захотят провести IPO или вторичный листинг. Впрочем, развитие своих площадок происходит не только среди американских и азиатских бирж, LSE³⁴ также вынуждены совершенствовать

³⁰ В Москве начали тестировать летающее беспилотное такси // Интерфакс. 2021.
URL: <https://www.interfax.ru/moscow/746254>

³¹ Air taxi start-up Joby explores deal to go public. Reuters, 2021.
URL: <https://www.reuters.com/article/us-joby-aero-m-a-exclusive-idUSKBN29Q2NP>

³² Стародубцева Е.Б., Медведева М.Б. Краудфандинг как современная форма финансирования // *Финансы и кредит*. 2021. Т. 27. № 1. С. 22–40. URL: <https://doi.org/10.24891/fc.27.1.22>

³³ Hong Kong's stock exchange operator HKEX topples Chicago's CME as world's most valuable as US-China rift brings in more listings. *South China Morning Post*, 2021.
URL: <https://www.scmp.com/business/markets/article/3116561/hong-kongs-stock-exchange-operator-hkex-topples-chicagos-cme>

³⁴ London Stock Exchange Seeks Accelerated IPOs in Listing Review. Bloomberg, 2021. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-18/london-stock-exchange-seeks-accelerated-ipos-in-listing-review>

правила листинга, например снижать сроки рассмотрения всех процедур перед IPO. В отношении Великобритании эти меры также связаны с Brexit, не говоря уже о том, что и лондонская и европейские площадки упустили бум на рынке размещений, связанный со SPAC. И здесь у нашей страны появляется прекрасная возможность стать хотя бы площадкой для вторичного листинга, причем необязательно, чтобы бумаги торговались в российской валюте. Развитие альтернативных методов листинга могло бы способствовать ускоренному выходу многих перспективных российских компаний на рынок акций, не говоря уже о возможном приходе зарубежных компаний на российские биржи.

Таблица 1

Текущий статус SPAC с 2009 по 2020 г.

Table 1

SPAC status from 2009 to 2020

Год	Зарегистрированы для IPO	В поиске	Анонсированы	Завершенные	Ликвидированы	Всего SPAC
2020	81	209	29	10	0	329
2019	0	17	16	25	1	59
2018	0	1	3	41	1	46
2017	0	1	1	29	3	34
2016	0	0	0	11	2	13
2015	0	0	0	17	3	20
2014	0	0	0	8	4	12
2013	0	0	0	8	2	10
2012	0	0	0	6	3	9
2011	0	0	0	12	3	15
2010	0	0	0	3	4	7
2009	0	0	0	1	0	1
Итого	81	228	49	171	26	555

Источник: авторская разработка на основе данных Bloomberg

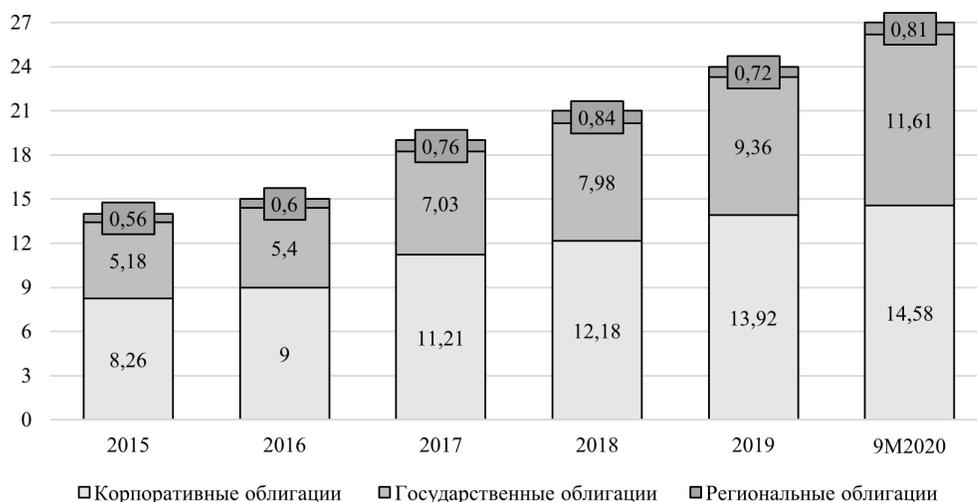
Source: Authoring with reference to Bloomberg

Рисунок 1

Рост объема локальных облигаций в обращении, трлн руб.

Figure 1

Growth in the volume of local bonds in circulation, trillion RUB



Источник: авторская разработка на основе данных Московской биржи

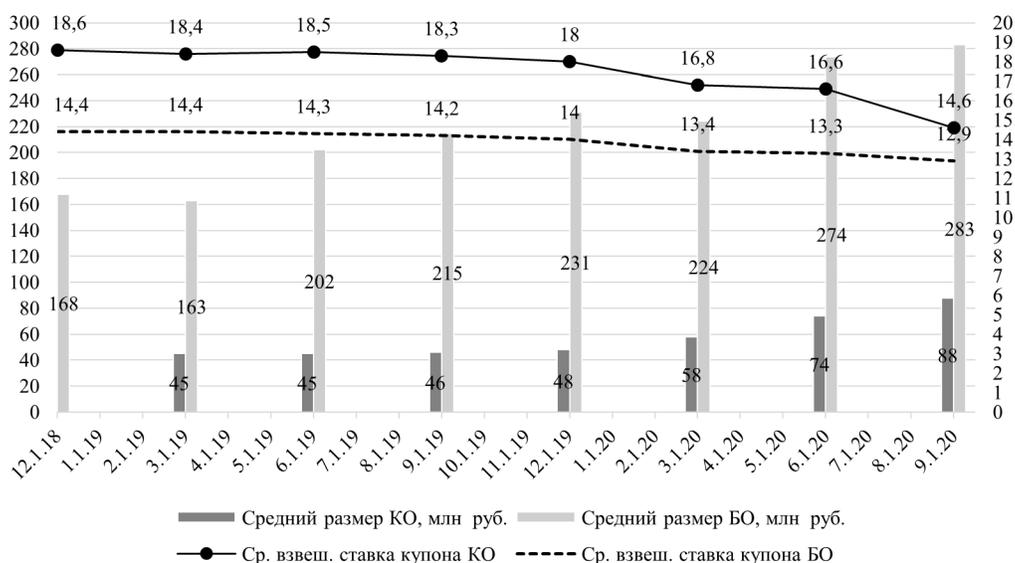
Source: Authoring with reference to Moscow Exchange

Рисунок 2

Выпуски коммерческих и биржевых облигаций в секторе МСП

Figure 2

Issues of commercial and exchange-traded bonds in the small and medium-sized business sector



Источник: авторская разработка на основе данных Rusbonds

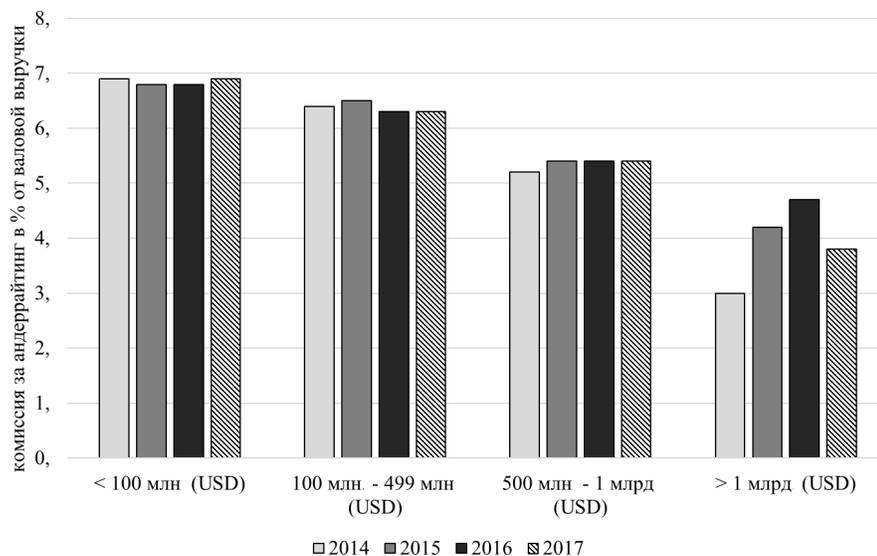
Source: Authoring with reference to Rusbonds

Рисунок 3

Комиссии банка за андеррайтинг в процентах от валовой выручки за 2014–2017 гг.

Figure 3

Bank underwriting fees as percentage of gross proceeds for 2014–2017



Источник: авторская разработка на основе данных PwC

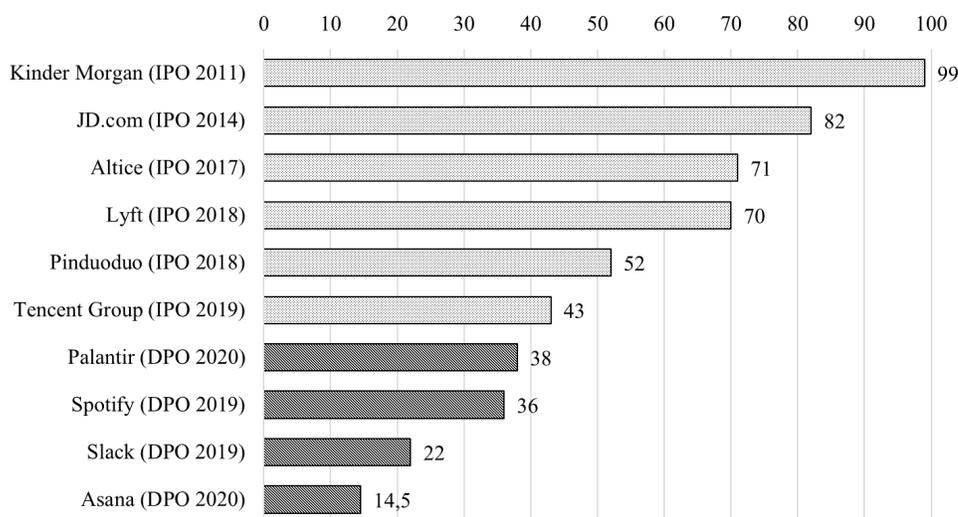
Source: Authoring with reference to PwC

Рисунок 4

Сравнение банковских комиссий за андеррайтинг по IPO и DPO, млн долл. США

Figure 4

The comparison of bank underwriting fees for IPO and DPO, million USD



Источник: авторская разработка на основе данных Dealogic

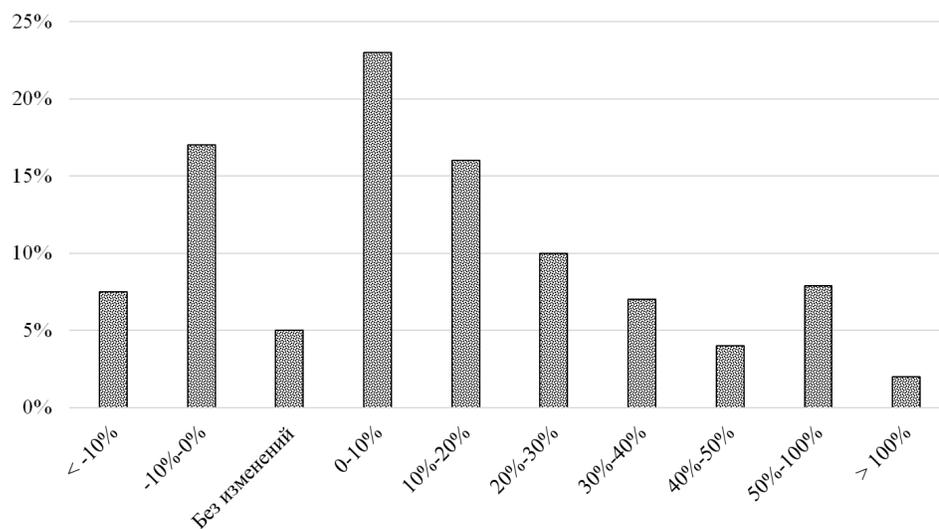
Source: Authoring with reference to Dealogic

Рисунок 5

IPO 2009—2019 гг.: процентное изменение цены предложения в первый торговый день, %

Figure 5

IPOs from 2009–2019: Change in the offer price on the first trading day, percentage point



Источник: авторская разработка на основе данных Dealogic

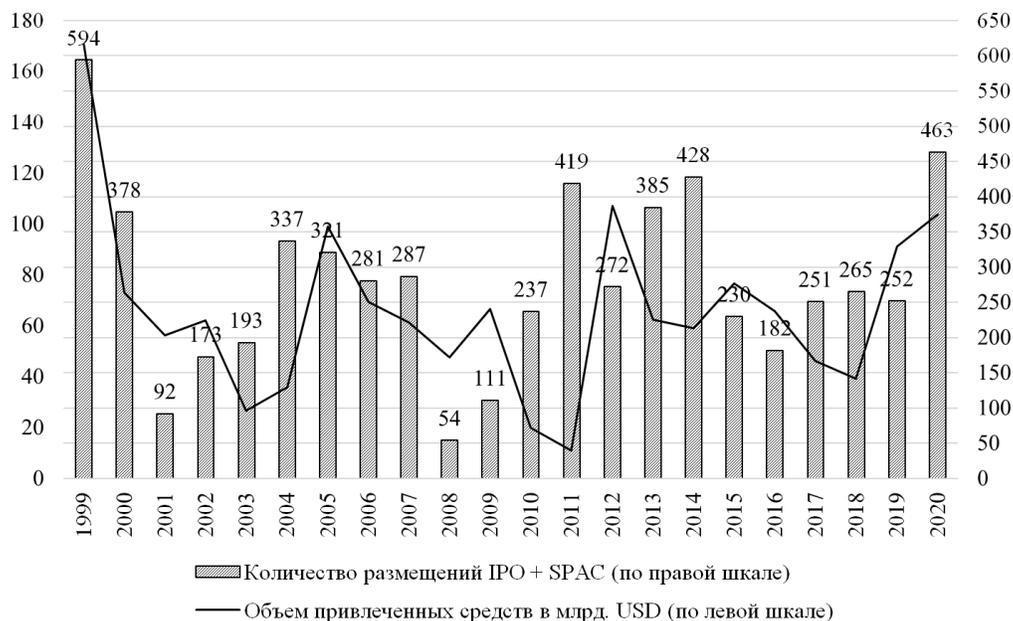
Source: Authoring with reference to Dealogic

Рисунок 6

Количество размещений на американских биржах с 1999 по 2020 г.

Figure 6

The number of listings on U.S. exchanges from 1999 to 2020

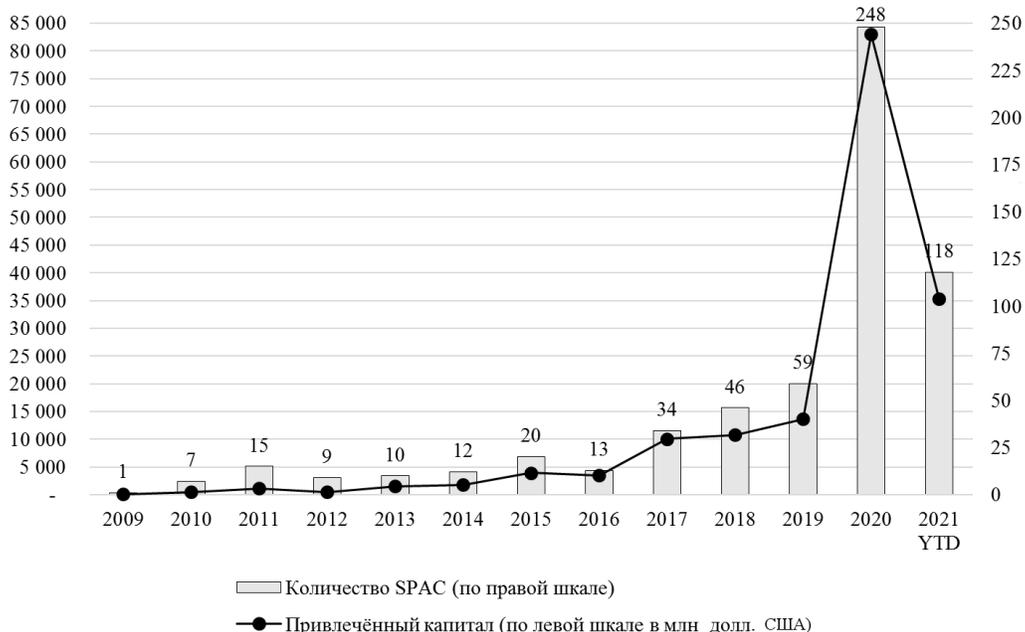


Источник: авторская разработка на основе данных Bloomberg

Source: Authoring with reference to Bloomberg

Рисунок 7
Количество SPAC и объем привлеченных средств с 2009 по 2021 г.
(данные на 07.02.2121)

Figure 7
Total SPAC's and fundraising from 2009 to 2020 (as at February 7, 2021)



Источник: авторская разработка на основе данных Bloomberg

Source: Authoring with reference to Bloomberg

Рисунок 8
Процесс слияния в SPAC

Figure 8
The SPAC merger process



Источник: авторская разработка на основе данных Bloomberg

Source: Authoring with reference to Bloomberg

Список литературы

1. *Богомолов А.И., Невежин В.П.* Влияние государственной поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства на динамику их роста // *Экономика и управление: теория и практика*. 2020. Т. 6. № 4. С. 79—83.
2. *Чинухин С.А.* Тенденции развития малого и среднего предпринимательства в России // *Бизнес. Образование. Право*. 2020. № 2. С. 143—149. URL: <https://doi.org/10.25683/VOLBI.2020.51.231>
3. *Архипов П.А.* Исследование эффективности мер государственной поддержки сектора МСП в РФ в период пандемии COVID-19 // *STUDNET*. 2021. Т. 4. № 1. С. 68.
4. *Ушанов А.Е.* Инвестиции в корпоративные облигации как альтернатива банковскому кредитованию малого и среднего бизнеса // *Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: экономика и право*. 2020. № 1. С. 72—76.
5. *Узбекова А.М., Тронин С.А.* Недооценка как следствие сговора инвестиционных банков // *Форум. Серия: Гуманитарные и экономические науки*. 2020. № 1. С. 83—86.
6. *Доронина Л.В.* Оценка перспектив развития рынка IPO // *Modern Science*. 2020. № 5-3. С. 59—64. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/perspektivy-razvitiya-rynka-ipo-v-rossii-1/viewer>
7. *Федунова К.А.* Сделки по слияниям и поглощениям как альтернатива IPO // *Государственное управление. Электронный вестник*. 2018. № 69. С. 198—216. URL: http://e-journal.spa.msu.ru/uploads/vestnik/2018/vipusk__69._avgust_2018_g./ekonomicheskie_voprosi_upravlenija/fedunova.pdf
8. *Тоноян Р.Г.* Виды и методы сделок слияний // *Вектор экономики*. 2020. № 3. С. 40. URL: <http://www.vectoreconomy.ru/images/publications/2020/3/financeandcredit/Tonoyan.pdf>
9. *Попова М.С.* Слияние и поглощение компаний в России // *Российский экономический вестник*. 2020. Т. 3. № 1. С. 80—83. URL: <http://dgpu-journals.ru/wp-content/uploads/2020/03/popova.pdf>
10. *Анненская Н.Е., Назарьянц А.А.* Ответственное инвестирование — нарастающий тренд на российском финансовом рынке // *Дайджест-Финансы*. 2020. Т. 25. № 4. С. 462—479. URL: <https://doi.org/10.24891/df.25.4.462>

11. *Шимко О.В.* Анализ активов ведущих публичных нефтегазовых корпораций мира // *Экономический анализ: теория и практика*. 2020. Т. 19. № 2. С. 359—373. URL: <https://doi.org/10.24891/ea.19.2.359>
12. *Кокотков В.В.* Анализ сделок слияний и поглощений на рынке финтех стартапов // *Экономика и бизнес: теория и практика*. 2020. № 5-3. С. 44—49. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-rynke-finteh-startapov>
13. *Левитская Е.Н., Шашкина Е.О.* Перспективные направления взаимодействия банковского бизнеса с финтех-стартапами // *Проблемы национальной стратегии*. 2020. № 1. С. 146—162.
14. *Кувшинова Т.О.* Слияние банков с целью извлечения прибыли // *Бизнес. Образование. Право*. 2020. № 1. С. 174—178. URL: <https://doi.org/10.25683/VOLBI.2020.50.122>
15. *Балашев Н.Б., Денисова А.Р.* Слияние и присоединение в банковском секторе // *Экономика и бизнес: теория и практика*. 2020. № 1-1. С. 12—16. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sliyanie-i-prisoedinenie-v-bankovskom-sektore/viewer>
16. *Фролова О.Ю.* Актуальные проблемы малого предпринимательства в России // *Моя профессиональная карьера*. 2020. Т. 3. № 11. С. 123—131.
17. *Кузьмина О.Ю., Коновалова М.Е.* Теория и практика проведения IPO российскими банками // *Проблемы развития предприятий: теория и практика*. 2019. № 1-1. С. 6—11.
18. *Белоусов А.Л.* Аудит мер поддержки малого и среднего предпринимательства // *Актуальные проблемы экономики и права*. 2020. Т. 14. № 1. С. 5—21. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/audit-mer-podderzhki-malogo-i-srednego-predprinimatelstva/viewer>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

REFINING GOING-PUBLIC METHODS

Artur A. NAZAR'YANTS

Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
artur_1001@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-0692-2383>

Article history:

Article No. 80/2021
Received 15 Feb 2021
Received in revised
form 1 March 2021
Accepted 15 Mar 2021
Available online
29 April 2021

JEL classification:

G15, G23, G24

Abstract

Subject. The article examines the foreign experience of global trading platforms related to alternative ways of listing company shares on stock exchanges.

Objectives. I study the feasibility of adapting other methods of placing shares on Russian stock exchanges in order to develop the national financial market and increase the number of traded shares.

Methods. The study is based on general scientific methods of analysis and synthesis, comparative and comparative analysis, graphical method of analysis.

Results. As a result of the analysis of international experience and innovative methods of listing, it was determined that there are legal obstacles that currently limit the possibility of using new methods of listing shares in the Russian market. At the same time, there is a demand from small and medium-sized businesses, as well as large Russian non-public companies, for simpler and less expensive ways to enter the equity capital market.

Conclusions. The emergence of additional ways for companies to enter the stock exchange opens up more diversified and less expensive ways for issuers to place their shares, as well as expands the investor base and the overall attractiveness of the Russian financial market.

Keywords: IPO, DPO, SPAC, SME

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Nazar'yants A.A. Refining Going-Public Methods. *Finance and Credit*, 2021, vol. 27, iss. 4, pp. 934–960.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.4.934>

Acknowledgments

I am profoundly grateful to Aleksandr K. AFANAS'EV, Candidate of Economic Sciences, Professor of the Department of Banking and Financial Markets of the Financial University under the Government of the Russian Federation, for his advice and valuable comments when working on this article.

References

1. Bogomolov A.I., Nevezhin V.P. [Impact of State support for small and medium businesses on their growth dynamics]. *Ekonomika i upravlenie: teoriya i praktika = Economics and Management: Theory and Practice*, 2020, vol. 6, no. 4, pp. 79–83. (In Russ.)
2. Chinukhin S.A. [Development trends of small and medium enterprises in Russia]. *Biznes. Obrazovanie. Pravo = Business. Education. Law*, 2020, no. 2, pp. 143–149. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.25683/VOLBI.2020.51.231>
3. Arkhipov P.A. [Study of the efficiency of State support measures for the SME sector in the Russian Federation during the COVID-19 Pandemic]. *STUDNET*, 2021, vol. 4, no. 1, pp. 68. (In Russ.)
4. Ushanov A.E. [Investment in corporate bonds as an alternative to bank lending to small and medium-sized businesses]. *Sovremennaya nauka: aktual'nye problemy teorii i praktiki. Seriya: ekonomika i pravo = Modern Science: Actual Problems of Theory and Practice. Series: Economics and Law*, 2020, no. 1, pp. 72–76. (In Russ.)
5. Uzbekova A.M., Tronin S.A. [Underestimation as a consequence of the collusion of investment banks]. *Forum. Seriya: Gumanitarnye i ekonomicheskie nauki = Forum. Series: Humanities and Economic Sciences*, 2020, no. 1, pp. 83–86. (In Russ.)
6. Doronina L.V. [Assessment of prospects for the development of the IPO market]. *Modern Science*, 2020, no. 5-3, pp. 59–64.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/perspektivy-razvitiya-rynka-ipo-v-rossii-1/viewer> (In Russ.)
7. Fedunova K.A. [M&A deals as an alternative to IPO]. *Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyi vestnik*, 2018, no. 69, pp. 198–216. (In Russ.)
URL: http://e-journal.spa.msu.ru/uploads/vestnik/2018/vipusk__69._avgust_2018_g./ekonomicheskie_voprosi_upravlenija/fedunova.pdf
8. Tonoyan R.G. [Types and methods of merger transactions]. *Vektor ekonomiki*, 2020, no. 3, p. 40. (In Russ.)
URL: <http://www.vectoreconomy.ru/images/publications/2020/3/financeandcredit/Tonoyan.pdf>

9. Popova M.S. [Mergers and acquisitions of companies in Russia]. *Rossiiskii ekonomicheskii vestnik = Russian Economic Bulletin*, 2020, vol. 3, no. 1, pp. 80–83. URL:
<http://dgpu-journals.ru/wp-content/uploads/2020/03/popova.pdf> (In Russ.)
10. Annenskaya N.E., Nazar'yants A.A. [Green finance: An uprising trend in the Russian financial market]. *Daidzhest-Finansy = Digest Finance*, 2020, vol. 25, no. 4, pp. 462–479. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24891/df.25.4.462>
11. Shimko O.V. [Analyzing the assets of the world's leading public oil and gas corporations]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2020, vol. 19, no. 2, pp. 359–373. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24891/ea.19.2.359>
12. Kokotkov V.V. [Analysis of M&A deals in fintech startup market]. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika = Economics and Business: Theory and Practice*, 2020, no. 5-3, pp. 44–49. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-rynke-finteh-startapov> (In Russ.)
13. Levitskaya E.N., Shashkina E.O. [Promising aspects for the cooperation of the banking sector and FinTech startups]. *Problemy natsional'noi strategii = National Strategy Issues*, 2020, no. 1, pp. 146–162. (In Russ.)
14. Kuvshinova T.O. [The merger of the banks for profit]. *Biznes. Obrazovanie. Pravo = Business. Education. Law*, 2020, no. 1, pp. 174–178. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.25683/VOLBI.2020.50.122>
15. Balashev N.B., Denisova A.R. [Merger and acquisitions in the banking sector]. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika = Economics and Business: Theory and Practice*, 2020, no. 1-1, pp. 12–16.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sliyanie-i-prisoedinenie-v-bankovskom-sektore/viewer> (In Russ.)
16. Frolova O.Yu. [Actual problems of small business in Russia]. *Moya professional'naya kar'era = My Professional Career*, 2020, vol. 3, no. 11, pp. 123–131. (In Russ.)
17. Kuz'mina O.Yu., Konovalova M.E. [Theory and practice of IPO by Russian banks]. *Problemy razvitiya predpriyatii: teoriya i praktika = Problems of Development: Theory and Practice*, 2019, no. 1-1, pp. 6–11. (In Russ.)

18. Belousov A.L. [Audit of support measures for small and medium-sized business]. *Aktual'nye problemy ekonomiki i prava = Actual Problems of Economics and Law*, 2020, vol. 14, no. 1, pp. 5–21.

URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/audit-mer-podderzhki-malogo-i-srednego-predprinimatelstva/viewer> (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.