

ПОНЯТИЕ IPO И МЕХАНИЗМЫ ЕГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ

Статья освещает вопросы, связанные с понятием IPO (первичное публичное размещение акций), описывает основные этапы процесса и используемые понятия. Приведено описание основных схем проведения размещения акций. Проанализирована актуальность данного способа привлечения финансирования в условиях российской действительности.

Ключевые слова: размещение акций, схемы проведения, основные этапы, методы проведения, книга заявок.

В число важнейших проблем российской практики управления нефтегазовыми компаниями входит проблема управления стоимостью компании. Она опирается на современную концепцию управления предприятием – концепцию управления стоимостью. В основу концепции положено понимание того факта, что показатель стоимости компании является важнейшей комплексной финансовой оценкой, отображающей экономическую эффективность предприятия, его финансовое благополучие и ожидания перспектив деятельности. Он реагирует на любое изменение ситуации: снижение рентабельности, ухудшение платежеспособности, увеличение инвестиционного риска – все это вызывает уменьшение стоимости предприятия. По этой причине во многих зарубежных компаниях стоимость бизнеса стала важнейшим объектом управления.

Развитие бизнеса предполагает все новые и новые вложения, но очень мало видов бизнеса, которые способны генерировать такой возврат средств, который позволил бы им очень быстро развиваться. Эффективный же рост только за счет реинвестирования прибыли невозможен хотя бы потому, что конкуренты могут прибегнуть к помощи внешнего финансирования либо эмиссионного увеличения собственного капитала, получив тем самым преимущества.

В последнее время в России наблюдается рост интереса к теме IPO. С одной стороны, избыточная денежная ликвидность вызывает спрос на новые инструменты инвестирования на рынке капиталов. С другой стороны, многие российские компании уже прошли этап становления, нашли свое место на рынке, и топ-менеджеры компаний переосмысливают стратегию развития бизнеса – максимизация капитализации становится приоритетом по отношению к контролю над денежными потоками. С третьей стороны, собственники многих российских компаний начинают понимать необходимость диверсификации своих инвестиций и готовы поделить часть своего бизнеса, чтобы иметь возможность приобрести активы в других отраслях экономики или других секторах финансового рынка.

Все это создает устойчивые предпосылки для массового выхода крупных и даже средних по размеру российских компаний на первичный рынок капитала. Рассмотрим подробнее само понятие IPO и определим механизм его функционирования. Initial Public Offering (IPO) – сделанное впервые, публичное предложение инвесторам стать акционерами компании – это сложный комплекс организационных, юридических и финансовых процедур, в котором, кроме самой компании и потенциальных инвесторов, задействованы множество посредников. Цели основных участников IPO не всегда совпадают, каждый из

них в процессе подготовки и проведения IPO сталкивается со своими проблемами и решает свои задачи, тем не менее, все они заинтересованы друг в друге, заинтересованы в том, чтобы IPO состоялось. Поэтому весь комплекс проблем IPO должен рассматриваться с разных точек зрения – компании-эмитента, инвесторов, посредников.

Актуальность проблематики IPO для эмитента в основном сосредоточена в вопросах выбора схемы IPO, выбора торговой площадки (страны), на которой будет проводиться размещение, выбора андеррайтера, проведения комплекса мер по реструктуризации компании, по раскрытию информации о компании как во время проведения IPO, так и после него. Главные цели компании в IPO – привлечение долгосрочных финансовых ресурсов в максимальном объеме, создание и поддержание статуса публичной компании. Немаловажным моментом является минимизация издержек на подготовку и проведение IPO.

Главная цель потенциального инвестора – получение максимального дохода в будущем при минимальном риске, диверсификация инвестиционного портфеля. Поэтому во время подготовки и проведения IPO для инвестора наиболее важным является круг проблем, связанных с точной оценкой перспектив компании, рыночных рисков, связанных с ее деятельностью, и специфических рисков, связанных с проведением сделок при IPO – как финансовых, так и юридических.

Основной посредник между компанией и инвесторами – андеррайтер, главной целью которого является проведение успешного IPO, результаты которого удовлетворили бы как самого эмитента, так и инвесторов, получивших новые акции. Основные задачи андеррайтера – выбор схемы IPO, анализ эмитента, подготовка и осуществление всех юридических процедур, информационное сопровождение, привлечение инвесторов, организация работы других посредников, помогающих в процессе подготовки и проведения IPO. Ключевой момент в деятельности андеррайтера – определение цены предложения акций. Почти для любого посредника финансовый результат при IPO предопределен, поэтому зачастую основным результатом для любого посредника становится репутация надежного партнера.

Возможность взаимодействия этих основных групп участников во многом определяется нормативно-законодательной базой, деятельностью регуляторов, уровнем развития рыночной инфраструктуры. И от того, насколько успешно будут взаимодействовать между собой эти группы участников, во многом зависит развитие финансового рынка в стране и экономики в целом.

Существует три наиболее распространенных метода проведения IPO:

- метод фиксированной цены (открытое предложение);
- метод аукциона;
- метод формирования портфеля или иначе – книги заявок.

Чаще всего формирование книги заявок используется для продажи акций фирмы-IPO институциональным и иностранным инвесторам, а открытое предложение резервируется для мелких розничных (национальных) инвесторов.

Метод фиксированной цены, или открытое публичное предложение

При проведении IPO по методу открытого публичного предложения цена акций определяется заранее. При данном методе существует период сбора заявок, в течение которого инвестиционный банк собирает заявки на акции компании. Сбор заявок продолжается до тех пор, пока не будут собраны заявки

на все предлагаемые на продажу акции компании, или же эмитент не отменит размещение акций. Этот метод является весьма распространенным, однако применяется все реже и реже, особенно на более крупных и активных рынках. Это связано с тем, что необходимость устанавливать цену акций заранее увеличивает риск провала IPO из-за утечки информации [2]. К тому же инвесторы должны заблаговременно оплатить весь свой заказ на акции. Все это ведет к установлению относительно заниженной цены на акции компании.

Аукционы

Исторически аукционы использовались для продажи самых разнообразных видов ценных бумаг. Они являются самым распространенным способом продажи правительственных облигаций, а также часто применяются при приватизациях. Для проведения первичного размещения акций они являются наименее распространенной формой ценообразования, хотя и используемой изредка на отдельных рынках (в частности, во Франции и Израиле). Другие рынки, на которых существенное число IPO было реализовано с применением метода аукциона, включают Бельгию, Чили, Японию (до сентября 1997 г.) и Португалию. Но во всех этих странах их добровольно отвергли еще до распространения «американского» метода формирования книги заявок. В Японии и Франции аукционы использовались в течение долгого времени, но практически полностью исчезли после разрешения проведения IPO по методу формирования книги заявок. Аукционы до сих пор используются на Тайване, где применение метода формирования книги заявок разрешено, но не популярно; в Израиле, где метод формирования книги заявок является запрещенным [7]. В последнее время аукционы получили распространение для IPO, проводимых в Интернете.

Метод формирования книги заявок

В 90-е гг. самым распространенным методом проведения IPO становится «американский» метод формирования книги заявок. Толчком для роста популярности этого метода за пределами США стало проведение приватизационных IPO в странах Западной Европы и Азии. Поскольку многие приватизационные IPO оказались слишком большими для местных фондовых рынков [4], к проведению данных IPO были привлечены американские инвестиционные банки, традиционно использовавшие метод формирования книги заявок. Основное отличие метода формирования книги заявок заключается в том, что этот метод дает андеррайтеру полный контроль над распределением акций компании среди потенциальных инвесторов. В дальнейшем, говоря об IPO, мы будем подразумевать IPO по методу формирования книги заявок.

Процесс формирования книги заявок начинается с объявления диапазона цены (Price Range), который носит предварительный характер, и часто окончательная цена может устанавливаться за пределами первоначального интервала.

Существует три типа заявок:

- простая заявка (Strike Bid) на покупку определенного количества акций независимо от окончательной цены акций;
- заявка с указанием максимальной цены (Limit Bid), в том случае, когда инвестор указывает максимальную цену, по которой он готов купить акции;
- ступенчатая заявка (Step Bid), в которой указывается количество акций в зависимости от уровня цен.

Банки-организаторы больше всего ценят пошаговые заявки, которые предоставляют максимум информации. Однако подавляющее большинство институциональных инвесторов подают безусловные заявки.

Заявка может быть в форме денежной заявки (Currency Bid), с указанием суммы, которую инвестор готов потратить на акции данной фирмы, без фиксирования количества акций. Также заявка может быть в форме количества требуемых акций. Общее число заявок варьируется от 50 до нескольких сотен. Среднее число заявок составляет 295 на одно IPO [3]. Около 80% всех заявок составляют простые заявки, около 17% заявок составляют заявки с указанием максимальной цены и около 3% заявок составляют ступенчатые заявки. Около 16% заявок впоследствии корректируются инвесторами, около 5% отменяются. Около 37% заявок подаются в форме денежных заявок.

Основные этапы проведения IPO (по методу формирования книги заявок)

Процесс выпуска акций можно условно разделить на шесть этапов. Детали и конкретные сроки различных этапов могут меняться, однако сама структура процесса остается постоянной [1].

1. *Долгосрочная подготовка компании к IPO.* За определенный срок, который может меняться в зависимости от биржи и страны размещения, до выхода на публичный рынок компания должна начать выполнять основные требования, предъявляемые к публичным компаниям, – разработать бизнес-план и регулярно подготавливать финансовую отчетность.

2. *Формирование команды для проведения IPO и общее собрание.* На этом этапе компания должна выбрать ведущий инвестиционный банк, юридическую фирму и аудитора. Инвестиционный банк будет выступать основным советником эмитента и осуществлять функции андеррайтера. За шесть-восемь недель до официальной регистрации в Комиссии по ценным бумагам проводится общее собрание (All-hands meeting), на котором составляется план-график IPO и распределяются обязанности членов команды. Процесс IPO официально начинается с общего собрания.

3. *Разработка проспекта эмиссии.* Предварительный проспект является основным маркетинговым инструментом и должен содержать всю необходимую инвесторам информацию о компании. Как правило, он включает финансовую отчетность за последние пять лет, описание целевого рынка компании, конкурентов, стратегии развития, команды менеджеров и пр. Одновременно андеррайтеры приступают к изучению деятельности компании, тщательному анализу всех сведений, которые будут внесены или упомянуты в «комфортных письмах» аудиторов и юридических консультантов, направляемых андеррайтеру. Предварительная версия Проспекта печатается и подается для проверки в Комиссию по ценным бумагам. Ведущий андеррайтер подбирает инвестиционный синдикат, который поможет распределить акции компании среди инвесторов. Предварительный проспект рассылается институциональным инвесторам.

4. *«Роуд-шоу» («Дорожное шоу»).* Одновременно начинается «дорожное шоу» (Road Show), т.е. посещение собраний инвесторов в различных городах и презентация компании крупным инвесторам (фондам, страховым компаниям, банкам, физическим лицам). Цель данного мероприятия – убедить потенциальных инвесторов купить акции компании. Его продолжительность составля-

ет три-четыре недели и включает по две встречи в день руководства компании с инвесторами. Это – самая важная часть подготовки выхода на рынок. По мере проведения «дорожного шоу» андеррайтеры начинают формировать книгу заявок. По окончании «дорожного шоу» руководство компании встречается с инвестиционными банкирами для согласования окончательного объема выпуска и цены акций («цена предложения»). Цена и объем выбираются в зависимости от ожидаемого спроса на акции компании. После согласования окончательной стоимости предложения и размера эмиссии печатается финальная версия проспекта и ценовая поправка. Далее, в случае ее одобрения, начинается распределение акций среди инвесторов.

5. Начало торговли акциями компании. После согласования цены акций и не ранее, чем через два дня после выпуска окончательной версии проспекта компании, объявляется о вступлении IPO в силу (обычно — после закрытия торгов). Определенное количество акций компании распределяется между членами инвестиционного синдиката, брокерами и их клиентами. Торговля акциями компании на бирже начинается на следующий день после объявления IPO.

6. Завершение сделки. Сделка по андеррайтингу считается завершенной, когда компания передает свои акции андеррайтеру, а он переводит полученные деньги на счет компании (обычно — через три дня). Через семь дней после дебюта компании IPO объявляется состоявшимся. Через 25 дней с момента начала торговли заканчивается так называемый «период молчания». Только по окончании этого периода андеррайтер и другие члены синдиката могут делать публичные прогнозы и определять стоимость компании, а также давать рекомендации инвесторам относительно покупки акций компании.

Оценка стоимости IPO

Установление цены акций на IPO является одним из самых неисследованных и противоречивых вопросов в финансах [5]. Установление цен на акции в процессе IPO состоит из трех этапов. На первом этапе фирма и андеррайтер договариваются о ценовом диапазоне (Pricing Range), в пределах которого, ожидается, и будет установлена цена на акции IPO. Этот ценовой диапазон указывается в проспекте компании, который подается в Комиссию по ценным бумагам. Проспект рассылается потенциальным инвесторам, а компания начинает «дорожное шоу» для стимулирования спроса на акции фирмы. Одновременно андеррайтер приступает к приему заявок и пытается получить информацию о существующем спросе. На втором этапе, который, как правило, происходит после закрытия торгов накануне размещения, компания и андеррайтер устанавливают окончательную цену предложения. Это цена размещения акций компании андеррайтером среди инвесторов. Третий этап начинается с открытия торговли акциями фирмы на фондовом рынке. С этого момента цена на акции устанавливается рынком. Особое значение в финансах имеет цена закрытия первого дня торгов. Разница между ценой закрытия первого дня и ценой предложения называется «первоначальной прибылью» (Initial Returns). В аналитических финансах первоначальная прибыль считается капиталом, который «недополучила» компания от андеррайтера.

Литература

1. Лукашов В.А. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (ИПО)//Управление корпоративными финансами, 2004. - №4 – С. 25-26.
2. Chowdhry, Bhagwan, and Ann Sherman, International differences in oversubscription and underpricing of initial public offerings, *Journal of Corporate Finance* 2, 1996 – p.359-381.
3. Cornelli, Francesca, and David Goldreich, Bookbuilding and strategic allocation, *Journal of Finance*, 2001, p.2337-2369.
4. Karolyi, Andrew, Why do companies list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications, in *Financial Markets, Institutions and Instruments*, V.7, N.1. New York University Salomon Center, Published by Blackwell Publishers, NY. USA. 1998.
5. Lowry, Michelle, 2002 Why does IPO volume fluctuate so much?, *Journal of Financial Economics*, Lowry, Michelle, and William Schwert, 2003. Is IPO pricing process efficient?, working paper, University of Rochester and NBER.
6. Sherman, A. E., Global trends in IPO methods: book building vs. auctions, Working Paper (University of Notre Dame). 2001.

CONCEPT OF IPO AND MECHANISM OF ITS OPERATION

Guzel Faskhutdinova

State University of Management, Moscow

The article explains the matters related to IPO (Initial Public Offer), describes the general stages of the process and defines specific terms. It presents an overview the main schemes of share offering. The article analyses relevance of IPO as financing attraction method in terms of current business environment in Russia.

Key words: placing of shares, charts of leadthrough, basic stages, methods of leadthrough, book of requests.