

IPO. КРОК ЗА КРОКОМ

(Закінчення. Початок — у “Круглому столі” № 9 за вересень 2005 р.).

Фрагменти книги Павла Гулькіна “Практичний посібник з первинної публічної пропозиції акцій (IPO)”, що розміщені на російському Веб-сайті “Корпоративний менеджмент” — <http://www.cfin.ru/> — під заголовком “IPO. Початок роботи”, публікуються з дозволу автора.

З іншими роботами П. Гулькіна, присвяченими IPO, можна познайомитися на Веб-сайті Центру стратегічних розробок “Північ-Захід” (Російська Федерація) — <http://www.csr-nw.ru/>.

Нагадаємо читачам, що у першій частині статті, опублікованій у вересневому номері “Круглого столу”, автор подав стислий огляд загального процесу підготовки до IPO, зокрема розповів про так звану проміжну зустріч представників емітента, андеррайтерів та консультантів, з якої формально й розпочинається процес первинної публічної пропозиції. У попередній частині статті Павло Гулькін вів також мову про підготовку інвестиційного меморандуму й проспекту емісії, про формат цих двох документів та про вимоги до обкладинки інвестиційного меморандуму. Сьогодні ми продовжуємо публікувати розпочатий у минулому номері розділ “Зміст інвестиційного меморандуму і проспекту емісії”. В ньому автор коротко зупиняється на кожному із питань, які мають знайти обов’язкове відображення у цих документах.

Розмивання капіталу. При існуванні вартісної нерівності між ціною за акцію при IPO і чистою балансовою вартістю матеріальних активів, що припадають на акцію, має місце ефект, що називається “розмиванням”. Наслідки такого “розмивання” для майбутніх інвесторів і власників мають бути докладно описані. Зазвичай ці відомості наводяться у вигляді таблиці.

Андеррайтинг і розподіл акцій. В остаточному варіанті проспекту емісії мають бути вказані: ціна акцій, що пропонуються для публічного розміщення, кількість членів синдикату андеррайтерів, тип угоди з андеррайтерами та інші суттєві відомості, що прояснюють характер домовленостей, які існують між компанією-емітентом та андеррайтерами.

Опис діяльності (бізнесу) компанії. Цей розділ є одним з найбільш об’ємних частин інвестиційного меморандуму і проспекту емісії. У ньому має бути даний розгорнутий, ґрунтовний і, водночас, лаконічний опис всіх аспектів предметної діяльності, що ведеться



Павло Гулькін

компанією. Основними моментами, які слід описати в обов’язковому порядку, є наступні:

- тип бізнесу, яким займається компанія;
- характеристика основних виробничих потужностей;
- клієнтська база, включаючи окремо виділені експортні поставки або клієнтуру;
- обсяг і напрями науково-дослідних та експериментально-конструкторських робіт, що проводяться, включаючи витрати на них;
- нормативна база й юридичне оточення, в якому працює компанія;
- юридичні спори і тяжби, що мають місце або завершуються;
- по кожному з ринкових сегментів, які обслуговує компанія, мають бути надані пояснення і приведена “розбивка” по оборотах, прибутку, активах, продуктах і послугах, обсягах науково-дослідних та експериментально-конструкторських робіт, основних споживачах, обсягах замовлень, розмірах запасів та по постачальниках, патентах, конкурентній ситуації і т. п.

Розкриття інформації про суттєві події і факти. До такого роду інформації відносяться будь-які події, що вплинули або ж здатні в майбутньому справити матеріальний вплив на діяльність компанії, і які можуть зачепити

Опис діяльності (бізнесу) компанії є одним з найбільш об’ємних розділів інвестиційного меморандуму і проспекту емісії. У ньому має бути даний розгорнутий, ґрунтовний і, водночас, лаконічний опис всіх аспектів предметної діяльності, що ведеться компанією.

goulkin@csr.spb.ru

інтереси акціонерів, які присутні в компанії, або які мають намір інвестувати в неї кошти.

Фінансова інформація. При підготовці версії інвестиційного меморандуму і проспекту емісії за зарубіжними стандартами для поширення серед інвесторів краще всього керуватися вимогами, які ставить до складу і змісту цього розділу Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC). Ці вимоги перелічені у формі № 1, що додається до реєстраційної заяви, що подається до SEC, і передбачають наявність наступних основних документів:

- балансові звіти не менш, ніж за два звітні роки, що передували даті розміщення, із додаванням висновку незалежного аудитора;
- звіти про прибутки і збитки, рух грошових коштів, зміни в акціонерному капіталі за кожний рік протягом трьох років, що передували даті розміщення, з додаванням висновку незалежного аудитора;
- зведені дані про результати фінансово-господарської діяльності, приведені в одній таблиці, за п'ять років, що передували даті розміщення;
- додатки, які описують придбані або заплановані для придбання бізнесу. Залежно від конкретної ситуації, відомості про злиття та поглинання, що мали місце, повинні надаватися за період від двох до трьох років, що передували даті розміщення;
- проміжні фінансові звіти — квартальні або піврічні, залежно від проміжку часу, що відділяє від дати розміщення. Як правило, проміжні звіти не перевіряються незалежним аудитором, проте проведення такої перевірки може вимагати андеррайтер.

лежні їм пакети акцій та участь в операціях, пов'язаних з позичковими засобами, величини комісійних винагород та ін.

Погляд і оцінка керуючих (Management Discussion and Analysis — MD&A). У цій частині керівництво компанії-емітента ділиться з потенційними інвесторами та іншими читачами цього документу своїми поглядами та оцінкою результатів поточної діяльності компанії, аналізує стан ліквідності, достатності капіталу, звертаючи особливу увагу на перспективи свого бізнесу. До підготовки цього розділу автори документу повинні підійти особливо уважно і виважено. Інформація та оцінки повинні бути подані настільки об'єктивно, наскільки це можливо, і містити максимально зважені оцінки як можливого благополучного, так і проблематичного розвитку подій у компанії по таких напрямках, як:

- **Результати поточної діяльності.** Тут звичайно приводиться порівняння основних показників звітів про прибутки і збитки за минулі звітні періоди, що супроводжуються коментарями тих чи інших обставин, ринкових тенденцій і подій, що так чи інакше вплинули на досягнуті результати.
- **Ліквідність.** Всі відомі обставини, вимоги, зобов'язання, події, невизначеності, які мали місце або, на думку керуючих компанією, можуть негативно позначитися на поточному стані ліквідності платіжного балансу, повинні бути детально охарактеризовані і розкриті. При виникненні загрози неблагополучної динаміки показників ліквідності, директори повинні пояснити, яким чином компанія має намір

При підготовці версії інвестиційного меморандуму і проспекту емісії за зарубіжними стандартами для поширення серед інвесторів краще всього керуватися вимогами, які ставить до складу і змісту цього розділу Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC).

Management Discussion and Analysis — у цій частині інвестиційного меморандуму керівництво компанії-емітента ділиться з потенційними інвесторами й іншими читачами своїми поглядами та оцінкою результатів поточної діяльності компанії, аналізує стан ліквідності, достатності капіталу, звертаючи особливу увагу на перспективи свого бізнесу. До підготовки цього розділу належить підійти особливо уважно і виважено.



Керівництво і персонал. У цьому розділі вимагається дати розгорнуту характеристику основних керівників компанії, директорів, головних акціонерів і привести відомості про розмір отримуваних ними винагород і компенсацій. Крім цього, потрібно охарактеризувати виробничий і керівний досвід, який мають виконавчі директори і ключові співробітники компанії, розмір їх заробітної плати (включаючи відомості про опціони на акції, бонуси, угоди про участь у прибутках та інші статті доходів), надати інформацію про на-

протидіяти виявленій загрози і нейтралізувати вплив негативних факторів. Необхідно перелічити всі внутрішні і зовнішні джерела ліквідності, невикористовувані внутрішні резерви і незадіяні повною мірою ліквідні активи.

- **Достатність капіталу.** Має бути поданий опис всіх зобов'язань, що виникають у зв'язку із проведеними і планованими капітальними витратами, та вказано джерела фінансування цієї статті витрат. Всі позитивні і негативні тенденції, виявлені або ві-

Due Diligence представляє собою процедуру ретельного вивчення діяльності компанії і бізнесу, мета якого — впевнитися в тому, що відомості, котрі розкриваються, не містять жодних неточностей, двозначних тлумачень, викривлень або прогалин. Цей процес, як правило, продовжується щонайменше протягом 60 днів і вимагає від менеджерів компанії часу, терпіння та конструктивної взаємодії з перевірниками.

домі, що здатні так чи інакше вплинути на інвестиційні програми компанії, слід описати детально.

- *Інші факти, що підлягають висвітленню.* До таких відносяться: участь компанії у судових спорах будь-якого роду, імена експертів і консультантів, котрі отримують винагороду за свої послуги від компанії, взаємовідносини з залежними і афілійованими особами й організаціями та ін.

■ ПРОХОДЖЕННЯ ПРОЦЕСУ DUE DILIGENCE

Складовою частиною процесу є проведення ретельного вивчення всіх аспектів вашого бізнесу провідними андеррайтерами й їх юристами або найнятим незалежним юридичним консультантом. Ця процедура є необхідною і невід'ємною складовою процесу підготовки до залучення прямих інвестицій, незалежно від способу їх внесення в компанію.¹ Основні причини, через які андеррайтери й інвестори вважають за краще звертатися до зовнішнього консультанта, зводяться до наступного:

- щоб зібрати інформацію для проспекту;
- щоб переконатися, що вся суттєва інформація включена до емісійних документів;
- щоб підтвердити точність цієї інформації.

Due Diligence представляє собою процедуру ретельного вивчення діяльності компанії і бізнесу, мета якого — впевнитися в тому, що відомості, котрі розкриваються, не містять жодних неточностей, двозначних тлумачень, викривлень або прогалин. Цей процес, як правило, продовжується щонайменше протягом 60 днів і вимагає від менеджерів компанії часу, терпіння та конструктивної взаємодії з перевірниками. Проведення цієї процедури передбачає вивчення компанії і її керівництва, що проводиться в процесі неодноразових відвідин представниками андеррайтера і юристами виробничих й офісних приміщень, аналізу наявних угод і договорів, фінансових звітів, податкових відрахувань, розгляду протоколів засідань ради директорів, протоколів зборів акціонерів, складання різних варіантів сценарію майбутнього розвитку компанії і бізнесу, досліджень галузі і ринків, на яких працює компанія.

Крім забезпечення максимальної безпеки для андеррайтерів від можливої відповідальності за надання неправдивої інформації в емісій-

¹ Більш докладно про процедуру проведення процесу *Due Diligence* при вивченні компанії венчурними інвесторами див.: П. Гулькін "Введення у венчурний бізнес в Росії" на <http://www.cfin.ru>.

них документах, результати *Due Diligence* допомагають також й інвесторам впевнитися у тому, що в цих документах повно і правдиво розкривається інформація про компанію. Також процедура ретельного вивчення сприяє більш чіткому визначенню методів і способів представлення компанії інвесторам у найбільш вигідному світлі.

Складовою частиною проходження перевірки в ході "ретельного спостереження" є також погодження і коригування текстів емісійних документів — остаточного варіанту проспекту емісії (до його реєстрації у ФКЦП Росії) та рішення про випуск акцій з депозитарієм і фондовою біржею.

Опитувальні листи. Зазвичай адвокати андеррайтерів або юридичний консультант складають вичерпний перелік документів, що мають відношення до діяльності компанії, котрі повинні бути надані їм для вивчення. Наприклад, їм будуть необхідні загальні документи, такі як: свідоцтво про реєстрацію, протоколи засідань правління компанії, фінансові звіти компанії, списки всіх акціонерів і т. д. Також вони захочуть отримати вичерпну інформацію про продажі — список основних клієнтів і постачальників, всі договори і угоди з ними, та документи, що фіксують стан і рух товарно-матеріальних запасів і зобов'язань.

В ході процедури *Due Diligence* юристи проводять ретельне вивчення інтелектуальної власності й активів компанії. Вони досліджуватимуть наявну фінансову інформацію, проаналізують джерела фінансування і розподілу цінних паперів, схеми страхового забезпечення, наявні вимоги до контрагентів, можливі позови і податкові зобов'язання. Вони також захочуть впевнитися, що компанія не втягнута в адміністративні або інші розслідування чи спори. Нарешті, вони проглядатимуть відомості про працівників — списки, організаційну структуру компанії, схеми матеріального заохочення, укладені договори підряду та угоди з професійними організаціями і союзами.

Анкетування менеджерів. Дуже часто юристи андеррайтерів і консультанти проводять анкетування менеджерів і директорів компанії. На додаток до загальних питань про компанію, анкети, які вони розсилають, можуть охоплювати коло окремих позицій і аспектів, що розкриваються в емісійних документах, наприклад: відомості про менеджерів та досвід їх попередньої діяльності, подробиці трудових контрактів з працівниками і їх компенсацій. Менеджери і директори компанії повинні бути

готовими відповідати на всі запитання відкрито і чесно. Юристи будуть перевіряти отриману інформацію і виявляти допущені невідповідності, суперечливі заяви і прогалини.

Аналіз фінансово-господарської діяльності. Андеррайтери і їх юристи обов'язково і неодноразово нанесуть візити до компанії, щоб проінспектувати наявні активи. Вони спілкуватимуться з клієнтами, постачальниками й іншими особами, з якими компанія веде справи, та проведуть окремі зустрічі з директорами, аудиторами й іншими консультантами.

Частиною процесу також буде запит андеррайтерів до незалежних аудиторів про надання "комфортного листа", в якому мають бути представлені та засвідчені відомості, що не включаються до фінансових звітів, але які неодмінно присутні в реєстраційних документах, а також ті факти, що мали місце після завершення аудиторських перевірок. Андеррайтерам властиво запитувати висновки аудиторів з надзвичайно широкого кола питань. Як правило, чим воно ширше, тим дорожчим стає процес проведення *Due Diligence*. Щоб уникнути зайвих витрат, слід на самому початку погоджувати між всіма учасниками процесу перелік питань, за якими андеррайтери будуть вимагати від аудиторів посвідчення відомостей про компанію.

Підсумкова зустріч в процесі Due Diligence. Незадовго до підготовки остаточного варіанту проспекту, команда, яка бере участь у підготовці IPO, проводить зустріч, щоб остаточно погодити результати проведеної процедури *Due Diligence*. Необхідність організації і проведення такої зустрічі обумовлена потребою в завершальній звірці і затвердженні фінальних положень, які будуть включені в останню версію проспекту емісії, що потім подається на реєстрацію.

■ ПЕРІОД ОЧІКУВАННЯ

В американській практиці, як тільки реєстраційні документи складені і подані зі всіма необхідними додатками в Комісію з цінних паперів і бірж, настає період очікування — *Waiting Period*, або "охолодження" — *Cooling Off*. Поки він продовжується, андеррайтери і компанія не мають права робити жодних кроків, спрямованих на продаж акцій компанії-емітента. Андеррайтери повноважні лише проводити збір письмових або усних "проявів інтересу" — *Indication of Interest* — з боку ймовірних покупців. Сам процес розподілу і продажу акцій почнеться лише після оголошеної дати IPO.

■ "ПОХОРОННЕ ОГЛОШЕННЯ"

Саме так — *Tombstone Ads* — дещо зловісно-іронічно називається рекламне оголошення про наступний продаж акцій при IPO, яке компанія може розмішувати у будь-яких засобах масової інформації. У ньому зазвичай зазначається кількість акцій, що пропонуються для продажу, ціна за акцію, згадуються імена членів синдикату андеррайтерів, а також повідомляється про місце і час отримання копії проспекту емісії або інвестиційного меморандуму. Метою публікації таких оголошень є інформування потенційних інвесторів про публічне розміщення, що готується. Відповідно до американського законодавства, "похоронні оголошення" можуть публікуватися лише після того, як реєстраційні документи були подані до Комісії з цінних паперів і бірж для реєстрації. Російське законодавство ніяк не регламентує час і спосіб повідомлення компанії потенційних інвесторів про свій намір вийти на публічний ринок.

Павло Гулькін

Керівник

Аналітичного центру "Альпарі СПБ"
м. Санкт-Петербург

РОЗДІЛ "ІНВЕСТИЦІЇ" НА GAAP.RU

Читачам, які серйозно цікавляться питаннями підготовки і проведення первинного публічного розміщення акцій, можемо порадити скористатися ресурсами, що розміщені у вільному доступі на Веб-сайті Інтернет-видання GAAP.RU.

На Веб-сайті GAAP.RU розміщена, власне, ціла бібліотека статей, наукових і науково-практичних робіт практиків та науковців з широкого кола питань. Один із її розділів присвячений інвестиціям. Тут зібрано понад чотири десятки статей та інших робіт. Серед тем, які в них розглядаються, є зокрема наступні — підготовка виходу на публічний ринок: основні гравці; оцінка інвестиційних проектів — як уникнути помилок; депозитарні розписки; значення ринку IPO для існування розвинутого ринку венчурного і прямого приватного капіталу та ін.

Адреса розділу "Інвестиції" на Веб-сайті
GAAP.RU —

www.gaap.ru/biblio/investment/.

Дуже часто юристи андеррайтерів і консультанти проводять анкетування менеджерів і директорів компанії. Вони повинні бути готовими відповідати на всі запитання відкрито і чесно. Юристи будуть перевіряти отриману інформацію і виявляти допущені невідповідності, суперечливі заяви і прогалини.