

IPO. КРОК ЗА КРОКОМ

Фрагменти книги Павла Гулькіна "Практичний посібник з первинної публічної пропозиції акцій (IPO)", що розміщені на Веб-сайті "Корпоративний менеджмент" (Росія) — <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/>.

Павло Гулькін

Автор цілого ряду публікацій і книг з теорії і практики ризикового фінансування і ринку IPO в Росії

Має багаторічний досвід роботи з вечірними інвестиціями в технологічно орієнтованих російських компаніях. З 1991 р. по 1995 р. працював помічником генерального директора СП "Герус" (м. Санкт-Петербург). В 1995 р. — консультантом з управління фінансами Deloitte & Touche, Tohmatsu Ink. (м. Володимир). З 1995 р. по 1999 р. працював менеджером з інвестицій в Hi-Tech компанії в Санкт-Петербурзі. З 2001 р. очолює ТОВ "Аналітичний центр "Альпарі СПб", який займається дослідженнями у сфері фінансування інноваційного бізнесу і спеціалізується на наданні консультацій з організації венчурних фондів, "передпродажною" підготовкою компаній і представленням проектів потенційним інвесторам. Один з експертів проекту зі створення Центру трансферу технологій на Півночі-Заході Росії, запущеного Центром стратегічних розробок "Північ-Захід" наприкінці 2003 р.



Щоб здійснити вихід на фондовий ринок, компанія повинна строго слідувати тим процесуальним вимогам, що пред'являються до операцій з акціями, й спеціальним законам. Проте від самої компанії не вимагається ґрунтового знання всіх технічних деталей. Більше того, самостійно пройти крізь терни попередньої підготовки і засяяти зіркою на небосхилі фондового ринку, покладаючись виключно на власні сили, ні одній компанії не вдасться.

На практиці використовують три методи або способи організації процедури первинної публічної пропозиції акцій на біржовому майданчику (порядок визначення ціни): метод фіксованих цін; метод "формування портфелю" (він також носить назву "метод збору заявок") та аукціон. Метод фіксованих цін використовується дуже рідко і в основному — на високозарегульованих фондових ринках в окремих країнах. Найбільш поширеним методом є метод "формування портфелю" — *Bookbuiding*. Аукціонний метод пропозиції і розподілу акцій при IPO виник, як альтернатива методу "формування портфелю" і отримав особливу відомість внаслідок виявлених у період, що наступив після краху Інтернет-буму, численних порушень і зловживань з боку найбільших інвестиційних компаній, котрі в основному практикували метод "формування портфелю". Проте альтернативний, аукціонний метод не зміг поки що довести свою здатність повністю витіснити загальноприйнятий метод первинного публічного розміщення акцій — метод "формування портфелю". Перше у вітчизняній практиці IPO групи "Росбізнесконсалтинг" було здійснене за методом "формування портфелю" і, можна припускати, що й наступні публічні розміщення також проводитимуться за цим взірцем.¹

ОГЛЯД ПРОЦЕСУ

Щоб здійснити вихід на фондовий ринок, компанія повинна строго слідувати тим процесуальним вимогам, що пред'являються до операцій з акціями, й спеціальним законам. Проте від самої компанії не вимагається ґрунтового знання всіх технічних деталей. Більше того, самостійно пройти крізь терни попередньої підготовки і засяяти зіркою на небосхилі фондового ринку, покладаючись виключно на власні сили, ні одній компанії не вдасться. І, відповідно до формальних вимог роботи на професійному ринку цінних паперів, та виходячи з розподілу праці, що там склався, емітент вимушений взаємодіяти з цілим рядом спеціалістів. Єдине, що вимагається від компанії-емітента, — це усвідомлення того, що і вона, і згуртована довкола неї команда професіоналів повинні дотримуватися всіх вимог, що пред'являються до інформації. Їх виконання обов'язкове — починаючи з вимог до розміру паперу і закінчуючи кольором чорнил, що використовуватимуться при написанні інвестиційного меморандуму і проспекту емісії.

У загальному вигляді процес підготовки емісійних документів виглядає наступним чином: компанія, андеррайтер і консультанти готують докладний опис бізнесу і декілька варіантів проспектів, які в підсумку будуть представлені Федеральній комісії з цінних паперів РФ

goulkin@csr.spb.ru

¹ Докладний опис всіх використовуваних методів проведення IPO подано у книзі "Практичний посібник з первинної публічної пропозиції акцій (IPO)".

(ФКЦП) і потенційним інвесторам у надрукованому вигляді як завершений проспект емісії. Паралельно, андеррайтери повинні провести процедуру *Due Diligence* (ретельного вивчення або спостереження) бізнесу компанії-емітента. Проспект емісії в остаточному варіанті пройде перевірку і затвердження в ФКЦП Росії і, у випадку необхідності, компанія, андеррайтер або консультант повинні будуть внести до нього необхідні поправки або зміни.

Використовуючи попередній проспект або інвестиційний меморандум як інструмент продажу, компанія-емітент під керівництвом спеціального андеррайтера й емісійного консультанта починає етап, відомий у процесі IPO під назвою “маркетинг”. Під цим терміном в даному випадку мається на увазі проведення цілої серії інформаційних і публічних заходів та презентацій, спрямованих на виявлення і фіксування інтересу потенційних інвесторів до акцій компанії, що пропонуються для публічного продажу. На цьому етапі проводиться так зване “шляхове шоу” — *Road Show* — численні презентації перед аудиторією потенційних інвесторів у різних містах або країнах. Новинкою віртуальної реальності стало проведення віртуальних шляхових шоу — *Net Road Show* — презентацій компанії-емітента в мережі Інтернет. В ході всіх цих дій андеррайтер намагається визначити інтерес і реакцію інвесторів, щоб виявити ймовірний успіх розміщення, а також прорахувати оптимальну кількість та ціну акцій, які доцільно буде виставити для первинного розміщення. В останні дні процесу компанія-емітент й андеррайтер визначають остаточну ціну на акції і випускають остаточний варіант проспекту емісії. Все завершиться, коли андеррайтер продасть акції компанії й емітент, який вже став публічною компанією, отримає дохід від емісії (виручені від продажу акцій гроші) після проведення “підсумкової зустрічі” зі всіма учасниками IPO.

З наближенням до дати проведення IPO зростає й напруження. Всі учасники процесу написання проспекту емісії повинні передбачити можливість захисту від надмірної відповідальності, що може виникнути через некоректні заяви, приховування або пропуск у підсумковому документі того чи іншого суттєвого факту, або допущеної нечіткості формулювань. У випадку виникнення розбіжностей між компанією-емітентом, андеррайтером й інвесторами, їх доведеться врегулювати, не маючи можливості апелювати до органів державної реєстрації. Згідно із положенням п. 10.10 “Стандартів емісії”: “Реєструючі органи несуть відповідальність лише за повноту відомостей, що містяться

в рішеннях про випуск акцій і проспектах емісії цінних паперів, але не за їх достовірність”.

■ ПРОМІЖНА ЗУСТРІЧ

Формально процес первинної публічної пропозиції звичайно починається з проведення ознайомчої зустрічі всіх тих, хто входить або має намір ввійти до робочої групи. Представники компанії зустрічаються з юристами, консультантами, провідними андеррайтерами і юристами андеррайтерів для налагодження робочих відносин і розподілу відповідальності та визначення часових рамок. Перша ознайомча зустріч команди з підготовки IPO носить в англійській мові назву “*All Hands*”.

Дуже важливо, щоб лише одна людина ототожнювалася і визнавалася всіма як координатор роботи всієї команди. У деяких випадках це може бути юридичний або емісійний консультант, але ним може також бути й спеціально виділений для цього завдання представник компанії. Крім цього, компанії-емітенту потрібно визначити відповідальну особу, яка матиме право приймати остаточні рішення з усіх питань, що виникають під час підготовки і проведення процедури IPO. Команда повинна домовитися про розподіл відповідальності між своїми членами за збір необхідної інформації і підготовку різних розділів, що складають проспект емісії, а також про кінцеві терміни виконання цієї роботи. При розподілі обов’язків у кожного із членів команди має бути власний примірник погодженого і такого, що виключає вірогідність двозначного тлумачення, розкладу та повний список всіх членів групи і їх контактні адреси та телефони.

Дуже важливо, щоб лише одна людина ототожнювалася і визнавалася всіма як координатор роботи всієї команди. У деяких випадках це може бути юридичний або емісійний консультант, але ним може також бути й спеціально виділений для цього завдання представник компанії.

Використовуючи попередній проспект або інвестиційний меморандум як інструмент продажу, компанія-емітент під керівництвом спеціального андеррайтера й емісійного консультанта починає етап, відомий у процесі IPO під назвою “маркетинг”. Під цим терміном в даному випадку мається на увазі проведення цілої серії інформаційних і публічних заходів та презентацій, спрямованих на виявлення і фіксування інтересу потенційних інвесторів до акцій компанії.



Після завершення всіх формальних процедур, пов’язаних з визначенням порядку і змісту роботи, необхідно приступати до процедури *Due Diligence* — ретельного вивчення всіх відомостей, що будуть внесені або згадані у “комфортних листах” аудиторів і юридичних консультантів, які направляються андеррайтеру. Природно, що юристи андеррайтера будуть запитувати дуже великі обсяги різноманітної інформації про компанію та її діяльність. Витрати на “добування” і обробку цьо-

го інформаційного масиву повністю лягають на майбутнього емітента. Тому представники компанії повинні заздалегідь передбачити можливість перевірки використання відомостей, що міститимуться у комфортному листі.

■ ПІДГОТОВКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕМОРАНДУМУ І ПРОСПЕКТУ ЕМІСІЇ

По суті, проспект емісії — це документ, який містить інформацію, що необхідна інвесторам для прийняття аргументованого й обґрунтованого рішення про здійснення інвестицій. В основному він містить дані про історію компанії, опис її бізнесу, очікувані перспективи і ризики, пов'язані з інвестиціями в дану фірму. У ньому також наводиться характеристика параметрів цінних паперів, які будуть емітовані, та спрямування використання доходу від їх продажу. Зміст і склад інформації, що розкривається в обов'язковому порядку, в цілому визначаються законами РФ "Про акціонерні товариства" та "Про ринок цінних паперів".

Як показав досвід першого публічного біржового розміщення акцій в Росії, на додаток до офіційного проспекту емісії акцій, що направляється в органи державної реєстрації, відповідно до вимог законодавства РФ, компанії-емітенти, якщо вони хочуть привернути увагу широкого кола інвесторів, включаючи й зарубіжних, фактично повинні готувати два комплекти своїх емісійних документів. Перший — у повній відповідності до вимог законів РФ і розпоряджень ФКЦП Росії, має бути підготовлений і направлений у відповідні інстанції для проходження процедури державної реєстрації. Другий — на російській і англійській мовах — повинен бути підготовлений відповідно до вимог зарубіжної практики написання подібних документів, і у формі неофіційного циркуляру має бути розповсюджений у засобах масової інформації або через закриту підписку серед потенційних інвесторів компанією-емітентом чи її андеррайтером. Ці документи не повинні цілком співпадати між собою як за формою, так і за змістом.

■ ФОРМАТ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕМОРАНДУМУ І ПРОСПЕКТУ ЕМІСІЇ²

Задовго до подання остаточного варіанту проспекту, андеррайтер спільно з компанією-

² У цьому розділі книги П. Гулькіна наводиться опис основних розділів інвестиційного меморандуму і проспекту емісії так, як це прийнято у зарубіжній, перш за все — північно-американській практиці. З вимогами ФКЦП Росії до складу і змісту проспекту емісії можна познайомитися у додатку до "Практичного посібника з первинної публічної пропозиції акцій (ІРО)" — "Стандарти емісії акцій, що розміщуються при створенні акціонерних товариств, і їх проспектів емісії".

емітентом готує попередній проспект (інвестиційний меморандум), який так само, як і повноцінний проспект емісії, повинен містити всю необхідну для прийняття інвестиційного рішення інформацію, за винятком:

- а) остаточної ціни за акції;
- б) зазначення розміру комісії андеррайтерів;
- в) остаточної кількості акцій, які будуть запропоновані на ІРО;
- г) величини доходу від акцій.

Рішення стосовно значення цих показників і параметрів приймаються лише в останні дні підготовки пропозиції, безпосередньо перед початком здійснення процедури розміщення акцій на біржі. Лише заключні версії емісійних меморандумів містять перелічені вище відомості і в підсумковому вигляді подаються в органи державної реєстрації та поширюються серед інвесторів.

■ ОБКЛАДИНКА ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕМОРАНДУМУ

Виданий поліграфічним способом попередній проспект відомий під назвою "копчений оселедець" або "наживка" — *Red Herring*. Таке смішне прізвисько він отримав завдяки тому, що на обкладинці присутній набраний червоним кольором текст приблизно такого змісту: "Даний документ не є проспектом емісії. Інформація, що міститься в даному інвестиційному меморандумі, не є вичерпною і може в подальшому коригуватися. Продаж акцій товариства можлива лише після завершення всіх встановлених чинним законодавством процедур, що забезпечують допуск акцій товариства на (назва біржового майданчика), включаючи реєстрацію проспекту емісії у Федеральній комісії з цінних паперів Російської Федерації (ФКЦП Росії). Даний інвестиційний меморандум не є прямою пропозицією про продаж акцій товариства і служить виключно для презентації товариства потенційним інвесторам".

У верхній частині сторінки, як правило, розміщується логотип компанії, трохи вище над ним — незаповнені місця для дати пропозиції та кількості акцій, що беруть участь у розміщенні. Крім цього, на обкладинці інвестиційного меморандуму також мають бути проставлені імена андеррайтерів. Ім'я провідного андеррайтера повинно бути набране крупним кеглем і розміщене по центру титульної сторінки, імена співандеррайтерів — набрані меншим кеглем і поміщені на кілька рядків нижче.

Проспект емісії — це документ, який містить інформацію, що необхідна інвесторам для прийняття аргументованого й обґрунтованого рішення про здійснення інвестицій. В основному він містить дані про історію компанії, опис її бізнесу, очікувані перспективи і ризики, пов'язані з інвестиціями в дану фірму.

Оскільки всі інвестиційні меморандуми виконані в певному єдиному форматі, то на перший погляд всі вони виглядають однаково. Але, незважаючи на те, що загальні вимоги до складу і послідовності розташування інформації в цьому документі достатньо стандартизовані, при підготовці матеріалу у його авторів є значний простір для маневру і творчості.

■ ЗМІСТ ІНВЕСТИЦІЙНОГО МЕМОРАНДУМУ І ПРОСПЕКТУ ЕМІСІЇ

Зміст інвестиційного меморандуму та проспекту емісії, що складається на його основі, охоплює перелік достатньо формалізованих і однозначно трактованих питань, які висвітлюються у розділах, що описані нижче.

Резюме. Цей розділ меморандуму і проспекту вміщується на самому початку обох документів і представляє собою “витримку” з наступного докладного опису компанії, її бізнесу, типу пропонуваного цінних паперів, очікуваного обсягу надходжень від продажу акцій, спрямування використання залучених коштів, і, крім цього, може включати укрупнені фінансові показники діяльності компанії за останні звітні періоди. Тут же наводяться повні юридична назва і поштова адреса компанії та номери телефонів її керівників. Якщо у компанії є Веб-сайт, то його назва, а також адреса електронної пошти теж вказуються в цьому розділі.

Фактори ризику. В цьому розділі повинен бути наведений вичерпний перелік всіх факторів ризику, що пов'язані та впливають із здійснюваної компанією пропозиції. До них відносяться будь-які обставини або припущення, що містять у собі потенційну загрозу і можуть справити негативний вплив на діяльність компанії тепер або в майбутньому. До числа найбільш поширених і типових факторів ризику відносяться наступні:

- несприятливий розвиток поточних подій в компанії або збитки від основної діяльності;
- потреба у додатковому фінансуванні;
- небезпека “розмивання” капіталу для публічних інвесторів;
- виникнення загрозованих тенденцій в розвитку галузі, до якої відноситься компанія, та сезонний характер бізнесу;
- наявність значної конкуренції;
- залежність компанії від обмеженої кількості клієнтів, постачальників.

³ 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>.

Фактори, що можуть вплинути на виникнення негативних наслідків для компанії й інвесторів, мають бути перелічені і розтлумачені в обов'язковому порядку. Однак, не слід ігнорувати й обставини, котрі можуть нейтралізувати вплив факторів ризику або, навпаки, позитивно вплинути на стан справ. Наприклад, згадавши, як про потенційну загрозу, про залежність компанії від діяльності того чи іншого ключового спеціаліста, втрата якого може мати вкрай негативні наслідки для діяльності фірми, одночасно слід додати, що керівництво компанії наполегливо працює над зміцненням кадрової політики, веде пошук спеціалістів, що володіють необхідною кваліфікацією і досвідом. Не зайвим виявиться і згадка про діючу в компанії систему стимулювання та мотивації, що спрямована на підвищення зацікавленості персоналу в результатах роботи та утримання найбільш цінних працівників.

Спрямування використання коштів, виручених від продажу акцій. У меморандумі мають бути достатньо докладно описані основні напрями витрачання інвестицій, залучених в результаті продажу акцій на публічному ринку. Як правило, ці напрями описуються в узагальненому вигляді, без надмірної деталізації. Наприклад, скільки-то грошей буде витрачено на погашення поточної заборгованості і заміщення одержаних кредитів, така-то сума буде витрачена на інвестиції в основний капітал, така-то частина буде вкладена у дослідження і розробки і т. д.

Дивідендна політика й існуючі обмеження. У цьому розділі компанія повинна дати пояснення своєї поточної дивідендної політики, вказати на зміни в порядку нарахування і виплати дивідендів, що ухвалювалися в минулому, перелічити існуючі обмеження і винятки, якщо вони є. Наприклад, дуже часто акціонерні товариства вважають за краще не нараховувати дивіденди, а спрямовувати весь нерозподілений прибуток на фінансування поточної діяльності або на розвиток компанії. Обмеження можуть бути пов'язані, наприклад, з обставинами, пов'язаними з обслуговуванням поточних кредитів або правилами регулювання сфери діяльності компанії.

Капіталізація. Як правило, у цьому розділі у вигляді таблиць вміщується інформація про структуру власності в компанії до моменту її перетворення у публічну та про частки участі після продажу частини акцій на публічному ринку.

(Початок. Закінчення — у наступному номері “Круглого столу”).

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.