

УДК 336.722.8

К. М. Гладчук, аспірантка
кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ ПРОЦЕСУ IPO В СУЧАСНИХ УМОВАХ

У статті розкрито сутність поняття IPO, визначено основні мотиви та функції учасників первинного публічного розміщення акцій. Проаналізовано різноманітні форми та методи проведення IPO. Детально розглянуто основні етапи та особливості проведення IPO за методом формування книги заявок.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: IPO, емітент, інвестор, андеррайтер, роуд-шоу, дью-ділідженс, депозитарна розписка, формування книги заявок, ціновий діапазон, проспект емісії, період мовчання.

В статье раскрыта суть понятия IPO, определены основные мотивы и функции участников первичного публичного размещения акций. Проанализированы различные формы и методы проведения IPO. Детально рассмотрены основные этапы и особенности проведения IPO по методу формирования книги заявок.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: IPO, эмитент, инвестор, андеррайтер, роуд-шоу, дью-дилидженс, депозитарная расписка, формирование книги заявок, ценовой диапазон, проспект эмиссии, период молчания.

The article defines the term IPO, as well as points out the key motives and functions of the initial public offering participants. Various forms and methods of going public are analyzed. The main stages and peculiarities of the IPO process according to the bookbuilding method are examined.

KEY WORDS: IPO, issuer, investor, underwriter, road show, due diligence, depository receipt, bookbuilding, price range, prospectus, quiet period.

Актуальність проблеми. У найближчій перспективі українська економіка має всі шанси для переходу до стабільного економічного зростання, яке вимагає залучення значного обсягу інвестицій. Досвід економічно розвинених країн свідчить, що навіть високий рівень розвитку банківського кредитування не повністю задовольняє попит на грошові ресурси, що надходить з боку реального сектору економіки. В Україні попит на капітал великий, що дає можливість говорити про необхідність розвитку механізму первинного публічного розміщення акцій як одного з найактуальніших завдань, що постають перед вітчизняною економічною наукою.

Аналіз останніх наукових досліджень. Протягом останніх років у вітчизняній та іноземній економічній літературі активно вивчається процес залучення інвестицій шляхом первинного публічного розміщення акцій (ІРО). Серед українських авторів можна назвати Г. Карпенко, В. Кукса, Л. Мельничук. Серед російських дослідників найбільшу увагу питанню ІРО приділяють П. Шлик, Е. Карасюк, П. Гулькін, А. Лукашов та ін. У той же час, незважаючи на наявність великої кількості досить змістовних робіт, багато питань даної теми чекають подальших досліджень, наука ще не дала на них повною мірою задовільної відповіді. Головна причина цього у швидкому, динамічному розвитку економічної реальності, особливо в країнах СНД, де вплив влади на підприємництво, як і на економіку в цілому, сам характер її розвитку не просто мають свої особливості, а носять індивідуально-неповторний характер, хоча й тут проявляються загальні для всіх країн економічні закони й закономірності.

Мета роботи. Метою даної статті є розкриття сутності та особливостей організації процесу первинного публічного розміщення акцій, зокрема, визначення основних мотивів, що спонукають учасників до здійснення ІРО, приведення функцій, що виконують різні сторони під час підготовки та в процесі розміщення, аналіз різноманітних форм та методів розміщення, визначення критеріїв найсприятливішого періоду для виходу на ринок ІРО, розгляд основних етапів та особливостей проведення ІРО за методом формування книги заявок, що дозволить вітчизняним компаніям ефективно організувати підготовку до розміщення своїх акцій на міжнародних ринках капіталу.

Викладення основного матеріалу дослідження. Перш ніж розкрити основні аспекти організації ІРО, визначимо його сутність. ІРО

(Initial Public Offering — «первинне публічне розміщення») — це перше та усі наступні розміщення емісійних цінних паперів (в основному, акцій) певного емітента, що адресовані необмеженому колу осіб і здійснюються в процесі випуску цінних паперів шляхом відкритої підписки або в процесі їх публічного обігу на торгах фондових бірж та інших організаторів торгівлі на ринку [6].

У проведенні IPO, окрім емітента та інвестора, приймають участь багато посередників, кожен з яких виконує свої унікальні функції. Мотиви основних учасників IPO не завжди збігаються, проте усі вони зацікавлені один в одному, зацікавлені в тому, щоб IPO відбулося.

Актуальність проблематики IPO для *емітента* в основному зосереджена в питаннях вибору схеми IPO, вибору торговельного майданчика (країни) для розміщення, вибору андеррайтера тощо. Головні цілі компанії в IPO — залучення довгострокових фінансових ресурсів у максимальному обсязі, створення та підтримка статусу публічної компанії.

Головна мета *потенційного інвестора* — отримання максимального доходу в майбутньому за мінімального ризику, диверсифікованість інвестиційного портфеля.

Основний посередник між компанією та інвесторами — *андеррайтер (лід-менеджер)* — інвестиційний банк, який пропонує або продає цінні папери інвесторам у процесі їхнього публічного розміщення від імені компанії на умовах гарантії розміщення цінних паперів або їхнього продажу за найвищою досяжною ціною [5]. Основні завдання лід-менеджера — вибір схеми IPO, аналіз емітента, підготовка та здійснення всіх юридичних процедур, інформаційний супровід, залучення інвесторів, організація роботи інших посередників, що допомагають у процесі підготовки та проведення IPO. Ключовий момент у діяльності андеррайтера — визначення ціни пропозиції акцій.

У світовій практиці відомі 2 типи контрактів емітентів з андеррайтерами:

1) «*максимум зусиль*» (best efforts) — угода, за якої андеррайтер усього-на-всього погоджується докласти максимум зусиль для вільного продажу акцій. У цьому випадку він не бере на себе зобов'язання викупити нереалізовані акції;

2) «*тверде зобов'язання*» (firm commitment) — розміщення акцій, за якого лід-менеджер викуповує всі акції в компанії та стає фінансово відповідальним за повний їхній продаж [3].

Окрім лід-менеджера, у процесі IPO беруть участь юридична компанія, аудиторська фірма, PR-агентство та інші консультанти. До вибору цих партнерів необхідно підходити вкрай уважно.

Функції всіх учасників IPO представлено у табл. 1.

Таблиця 1

ФУНКЦІЇ УЧАСНИКІВ IPO [4]

Учасники	Функції	Ефект для компанії
Акціонери компанії	Приймають стратегічні рішення по проекту IPO за результатами консультацій з андеррайтером, погоджують параметри розміщення (ціну, обсяг, майданчики та ін.), а також структуру угоди	Моніторинг проекту та контроль над ключовими рішеннями
Менеджмент компанії	Готує необхідні інформаційні матеріали, приймає рішення по проекту спільно з андеррайтером, здійснює необхідні корпоративні дії	Поточний моніторинг та контроль проекту
Лід-менеджер (андеррайтер)	Розробляє план проекту та схему IPO, координує роботу команди проекту, організовує синдикат банків, здійснює андеррайтинг, проводить роуд-шоу ^I , взаємодіє з інвесторами, біржами та державними органами	Повний контроль над проектом в інтересах компанії
Ко-менеджер ^{II}	Аллокація — придбання акцій для своїх клієнтів	Розширення кола потенційних інвесторів
Юридичні консультанти	Здійснюють повний юридичний супровід проекту, приймають участь у проведенні Due Diligence ^{III} , підготовці всіх юридичних документів за угодою, проспекту емісії, інформаційного меморандуму, розробці схеми IPO, надають юридичні висновки	Усунення юридичних ризиків під час та після реалізації проекту
Аудитори	Завіряють фінансову звітність компанії за національними стандартами, готують та завіряють звітність за МСФЗ, здійснюють незалежний аналіз проспекту емісії, надають консультації в рамках Due Diligence, надають комфортний лист ^{IV}	Довіра інвесторів до фінансової інформації, наданої компанією

Закінчення табл. 1

Учасники	Функції	Ефект для компанії
Фінансовий консультант	Готує проспект емісії	Гарантує реєстрацію проспекту у визначені строки
PR-агентство	Здійснює повний PR-супровід проекту, взаємодіє із закордонними та вітчизняними ЗМІ, активно працює із PR- та IR-службами компанії	Підвищення авторитету компанії, створення інтересу довкола розміщення
Принтер	Друк попередньої та основної версій проспекту емісії за міжнародними стандартами та інших документів за угодою	Якісне виробництво та розповсюдження ключових документів проекту
^I <i>Райд-шоу (Road Show)</i> — презентації, що проводяться вищим керівництвом компанії у процесі публічного розміщення цінних паперів для потенційних покупців (зазвичай інституціональних інвесторів); проводяться у ключових містах світу протягом 6–8 тижнів. ^{II} <i>Ко-менеджер (Co-manager)</i> — андеррайтер, який надає допомогу лід-менеджеру у процесі організації IPO. ^{III} <i>Due Diligence (Дью Ділідженс)</i> — повна юридична та фінансова перевірка компанії, яка планує здійснити IPO. ^{IV} <i>Комфортний лист (Comfort letter)</i> — підтвердження аудитором точності фінансової інформації, опублікованої в проспекті емісії. ^V <i>IR (Investor Relations)</i> — відносини з інвесторами.		

Прийнявши управлінське рішення про розміщення акцій, компанія постає перед вибором *форми та місця розміщення*. Якщо компанія вирішила розмістити акції в Україні, їй доведеться користуватися Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», а також нормативними документами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), які регулюють випуск акцій. Серед них основним є «Положення про порядок реєстрації випуску акцій», затверджене рішенням ДКЦПФР від 26.04.2007 р. № 942.

Якщо компанія прийняла рішення розміщувати акції за межами України, то перед нею постає вибір:

1) розміщення акцій через дочірню офшорну компанію (реєстрація дочірньої компанії в юрисдикції з м'яким податковим кліматом та розміщення її акцій на біржі);

2) розміщення акцій через депозитарні розписки;

3) розміщення через депозитарні розписки, емітовані дочірньою (офшорною) компанією (поєднання перших двох варіантів).

За своєю суттю *депозитарна розписка* — це розписка депозитарія про те, що в країні емітента на рахунках банку-зберігача знаходиться знерухомлений пакет цінних паперів, який і є забезпеченням депозитарних розписок. Принципову схему випуску депозитарних розписок зображено на рис. 1.

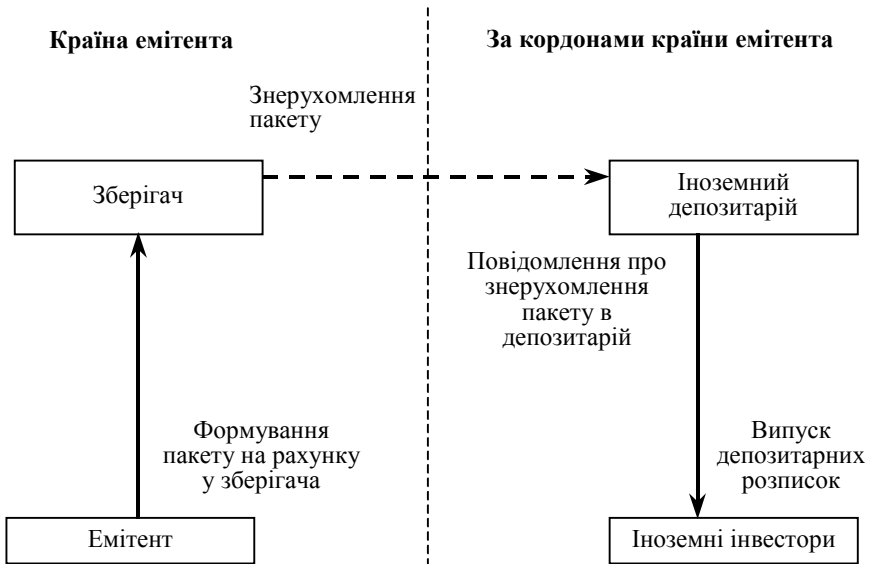


Рис. 1. Принципова схема випуску депозитарних розписок [7]

Ініціатор випуску (емітент або майбутній інвестор) підписує із закордонним банком-депозитарієм договір про обслуговування. Одночасно ініціатор передає пакет акцій до вітчизняного банку-зберігача. Банк-зберігач здійснює знерухоплення пакету акцій та повідомляє про це банк-депозитарій. Після цього банк-депозитарій випускає депозитарні розписки та передає їх інвесторам.

Альтернативні варіанти виходу компаній на IPO через дочірні офшорні компанії можна сприймати лише як тимчасові схеми, або як схеми для юрисдикцій з проблемним податковим регулюванням. Якщо компанія бажає залучити великих портфельних інвесторів, то проводити розміщення через дочірню офшорну компанію не варто [7].

Існує три найпоширеніші методи проведення IPO:

1) *Метод фіксованої ціни, або відкрита публічна пропозиція*. При проведенні IPO за даним методом ціна акцій визначається заздалегідь. У даному випадку існує період збору заявок, протягом якого андеррайтер збирає заявки на акції компанії. Збір заявок триває доти, поки не будуть зібрані заявки на всі пропонувані на продаж акції компанії, або ж емітент не скасує розміщення акцій.

Цей метод є досить розповсюдженим, однак застосовується усе рідше й рідше, адже необхідність установлювати ціну акцій заздалегідь збільшує ризик провалу IPO через витік інформації. До того ж інвестори повинні завчасно оплатити все своє замовлення на акції. Усе це веде до встановлення заниженої ціни на акції компанії. Проте, метод публічної пропозиції не зникає і в деяких випадках залишається популярним. Це найкращий спосіб розподілити акції серед роздрібних інвесторів. Для невеликих ринків це може бути найліпшим способом проведення IPO. Метод публічної пропозиції, як правило, забороняє дискримінацію між інвесторами при продажу акцій компанії.

2) *Аукціони*. Історично аукціони використовувалися для продажу найрізноманітніших видів цінних паперів. Вони є найпоширенішим способом продажу урядових облігацій, а також часто застосовуються при приватизації. Однак для проведення первинного розміщення акцій вони використовуються рідко. Аукціони часто призводять до «недопродажів» акцій компанії, що є їхнім основним недоліком.

3) *Метод формування книги заявок (Bookbuilding)*. Цей «американський» метод є найпоширенішим методом проведення IPO. Основна відмінність методу полягає в тому, що він дає андеррайтеру повний контроль над розподілом акцій компанії серед потенційних інвесторів.

Процес формування книги заявок розпочинається з оголошення діапазону ціни (Price Range), який носить попередній характер, і часто остаточна ціна може встановлюватися за межами первинного інтервалу. Згідно з формальною процедурою збору заявок, андеррайтери пропонують інституціональним інвесторам «висловити інтерес» в акціях компанії (indication of interest). У якості показника інтересу виступає заявка (Bid) на певну кількість акцій компанії. Також потенційні інвестори можуть указати максимальну ціну, яку вони готові заплатити за акцію (Limit

Price). Час формування книги заявок у середньому займає два місяці, але іноді може затягтися до 4-х місяців. Книга містить заявку (Bid) кожного потенційного інвестора, назву даного інвестора, кількість необхідних акцій і максимальну ціну. У ній також зафіксована дата внесення заявки та дати всіх наступних переглядів заявки.

Якщо говорити про час (або найсприятливіший період) розміщення, то краще це робити тоді, коли:

- компанія має досить стабільне зростання, має фінансову стабільність та рентабельність;

- у компанії було досить часу, щоб удосконалити бізнес-процеси, систему управління, реструктурувати активи й налагодити процес підготовки звітності за міжнародними стандартами;

- фондовий ринок перебуває в стадії зростання й інвестори готові придбати акції нових компаній, а в країні емітента спостерігається стабільна політична ситуація.

Розглянемо основні етапи проведення IPO за методом формування книги заявок:

1. *Довгострокова підготовка компанії до IPO.* Приблизно за два роки до здійснення IPO компанія повинна почати виконувати основні вимоги, що висуваються до публічних компаній (відповідність фінансової звітності міжнародним стандартам упродовж останніх трьох років; прозорість управлінської схеми та схеми її власності; захист прав інвесторів) [1].

2. *Формування команди для проведення IPO і загальні збори.* На цьому етапі компанія повинна обрати помічників та за 6–8 тижнів до реєстрації випуску акцій провести загальні збори, на яких складається план-графік IPO.

3. *Розробка проспекту емісії* — документу, який містить інформацію, необхідну інвесторам для прийняття рішення про здійснення інвестицій (включає фінансову звітність за останні п'ять років, опис цільового ринку компанії, конкурентів, стратегії розвитку, команди менеджерів та ін.). Одночасно андеррайтери розпочинають Due Diligence — повну юридичну та фінансову перевірку компанії.

4. Одночасно розпочинається *роуд-шоу*, тобто відвідування зборів інвесторів у різних містах протягом 6–8 тижнів і презентація компанії великим інвесторам з метою переконання їх купити акції компанії. У міру його проведення андеррайтери починають формувати книгу заявок залежно від очікуваного попиту на акції компанії.

5. *Початок торгівлі акціями компанії.* Після узгодження ціни акцій і не раніше, ніж через два дні після випуску остаточної версії проспекту компанії, оголошується про початок IPO.

6. *Завершення угоди.* Угода з андеррайтингу вважається завершеною, коли компанія передає свої акції андеррайтеру, а він переказує отримані кошти на рахунок компанії (зазвичай, через три дні після початку торгів). Через сім днів після дебюту компанії IPO оголошується таким, що відбулося [2].

Висновки та перспективи подальших наукових розробок у даному напрямі. В результаті розгляду особливостей організації процесу IPO можна зробити висновок, що первинне публічне розміщення акцій — це складний комплекс організаційних, юридичних і фінансових процедур, процес, який потребує великої роботи як з боку компанії, так і з боку її консультантів. Фірм-емітент на момент розміщення має відповідати всім вимогам, що висуваються фондовими біржами, а фінансові та юридичні помічники повинні докласти всіх зусиль для того, щоб про компанію дізналось якомога більше потенційних інвесторів і IPO пройшло з максимальною вигодою для всіх учасників даного складного процесу. В подальшому планується аналіз світового та українського ринку первинних публічних розміщень акцій, а також визначення перспектив розвитку вітчизняного ринку IPO в умовах глобалізації фінансових ринків.

Література

1. Кукса В. Це солодке слово — IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку // Дзеркало тижня. — 28.09.2007. — № 35. — www.dt.ua.
2. Лукашов А. В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании // Управление корпоративными финансами. — 2004. — №. 4. — www.grebennikov.ru
3. Материалы Третьего Всероссийского IPO-Конгресса. — г. Москва. — 13 апреля 2007. — www.ipo-congress.ru.
4. Нетесова А. Основные этапы IPO // Финансовый директор. — 2004. — № 12.
5. Словарь по проведению первичного размещения акций (IPO) / Материалы Deloitte & Touche Regional Consulting Services Limited. — 2006. — www.deloitte.com.

6. Шлык П. В. Экономическая сущность первичного публичного размещения акций // Представительная власть. Законодательство, Комментарии, Проблемы. — 2007. — Выпуск № 1 (74).

7. IPO от А до Я: справочник эмитента // Рейтинговое агентство «Эксперт-Рейтинг». — Киев, Украина. — Декабрь, 2007.

Статтю подано до редакції 17.01.10 р.

УДК 336.71

Р. В. Корнилюк, аспірант
кафедри банківської справи,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

КЛАСИФІКАЦІЯ МЕТОДІВ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ІНОЗЕМНИХ БАНКІВ

Розглянуто необхідність та інструментарій регулювання експансії іноземного банківського капіталу. Запропоновано авторську класифікацію методів регулювання діяльності іноземних банків. Особливу увагу приділено мінімізації ризиків та максимізації переваг припливу іноземного капіталу в банківські системи країн-реципієнтів.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: іноземні банки, банківська система, регулювання.

Рассматривается необходимость и инструментарий регулирования экспансии иностранного банковского капитала. Предлагается авторская классификация методов регулирования деятельности иностранных банков. Особенное внимание отводится минимизации рисков и максимизации полезности вхождения иностранного капитала в банковские системы стран-реципиентов.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: иностранные банки, банковская система, регулирование.