

НАПРЯМКИ ОПТИМІЗАЦІЇ ПЕРВИННОГО РОЗМІЩЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ НА ПУБЛІЧНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

У статті досліджуються питання удосконалення процесу первинного розміщення акцій на відкритих фінансових ринках. Обґрунтовано переваги та мотиви публічного розміщення корпоративних прав. З урахуванням передової міжнародної практики та вимог вітчизняного законодавства систематизовано основні етапи робіт з первинного розміщення.

На сьогоднішній день, питання залучення фінансових ресурсів підприємствами на основі первинного розміщення акцій на біржі (ІРО) є надзвичайно актуальним, що зумовлено динамічним розвитком як вітчизняного, так і міжнародного ринку капіталів. Вивчення публікацій, які присвячені розвитку ринку корпоративних цінних паперів показує, що у роботах вітчизняних науковців, головні акценти ставляться перш за все на окремих технічних питаннях розміщення акцій, порядку їх реєстрації, формування проспекту емісії, уточнення понятійного апарату у відповідній сфері, удосконалення системи регулювання банківських операцій на ринку корпоративних цінних паперів. В Україні проблеми виходу підприємств на фондовий ринок досліджуються в працях таких економістів, як: О.Є. Андрощук, О.В. Васюренко, Н.С. Кузнецова, Д.В. Леонов, Б.Л. Луців, А.М. Мороз, О.М. Мозговий, А.В. Нікітін, А.А. Пересада, М.Ф. Прозоров, В.С.. Шапран. Водночас, ознайомлення з відповідними працями засвідчує, що питанням оптимізації процесу ІРО (Initial Public Offering), систематизації етапів робіт з ІРО приділяється недостатня увага. Тобто має місце дефіцит наукового забезпечення прийняття рішень з первинного розміщення корпоративних прав на вітчизняному та міжнародних ринках. Недостатність наукового обґрунтування прийняття відповідних рішень є одним із чинників порівняно

незначної кількості українських IPO та невеликих обсягів залучення капіталу, високого рівня витрат з розміщення.

Метою пропонованого дослідження є обґрунтування переваг публічного розміщення акцій, систематизація етапів робіт з IPO, вироблення висновків та пропозицій щодо підвищення загальної ефективності процесу IPO.

Про значимість IPO як інструменту залучення фінансових ресурсів свідчить уже те, що у 2006 році, кількість компаній, які здійснили свої міжнародні IPO збільшилась у порівнянні з 2005 роком більше ніж на 30%. В Німеччині налічується більше 1 тисячі підприємств, акції яких мають обіг на організованому фінансовому ринку, в США – більше 7000, в країнах ЄС – близько 5000. Глобальні тенденції щодо залучення коштів через IPO характеризують дані таблиці 1.

Таблиця 1.

Залучення коштів через публічне розміщення корпоративних прав (IPO) протягом 1995-2006рр.¹

Рік	Кількість операцій розміщення акцій через IPO	Обсяг залучених ресурсів, млрд., дол. США
1995	1290	86
1996	1837	132
1997	1748	145
1998	1042	116
1999	1372	177
2000	1883	210
2001	832	94
2002	839	66
2003	864	50
2004	1517	125
2005	1537	167
2006	1729	246

Як випливає з таблиці, рекордна кількість розміщень через IPO була зареєстрована в 2000 році. Водночас, максимальний обсяг залучення фінансових ресурсів було здійснено в 2006 році. В результаті публічного

¹ Dealogic, Thomson Financial, Эрнст энд Янг, 2007. - <http://www.ey.com>.

розміщення своїх акції 1729 компаніями ними було залучено 246 млрд. дол. США.

Найбільше операцій з первинного розміщення здійснюється підприємствами США. Так, в 2006р. американськими компаніями було здійснено 187 IPO на загальну суму більше 34 млрд. дол. Серед країн європейського регіону найбільше число розміщень у відповідному році здійснили компанії, зареєстровані у Великій Британії (151 первинне розміщення на загальну суму більше 17 млрд. дол). Французькі компанії залучили майже 13 млрд. дол. у результаті 75 IPO. Німецькими підприємствами було здійснено 63 IPO загальним обсягом в понад 8 млрд. дол.. Однак, найбільший обсяг залучень серед європейських країн припадає на російські підприємства. За результатами 18 IPO ними було залучено більш як 18 млрд. дол.

Динамічний вихід російських компаній на міжнародні ринки капіталів засвідчує не лише кількість емітентів, а і обсяги залучення коштів. Першою російською компанією, яка вийшла на міжнародний фондовий ринок стала компанії „Вимпелком” (торгова марка Білайн), яка в 1997 р. розмістила свої акції на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE). Однак, бум російських IPO припадає на останні роки. Так, в 2006р. енергетична компанії „Роснефть” залучила через IPO близько 10,5 млрд. дол.. США, що стало третьою за обсягом операцією з публічного розміщення за відповідний рік. IPO банку ВТБ, що відбулося в 2007 році, стало найбільшим у світі за відповідний рік (було залучено близько 8 млрд. дол. США). Це третє за обсягом російське IPO після «Роснефти» (10,6 млрд. дол.) і повторного розміщення акцій Ощадбанку (8,8 млрд. дол.).² Особливістю російського корпоративного законодавства є те, що російські компанії, які планують розмістити акції на міжнародних фінансових ринках мають розмістити на менше 30 відсотків акцій на російському

² Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку. // Дзеркало тижня, № 35 (664) 22 — 28 вересня 2007.

фондовому ринку. Саме тому, крупні російські компанії здійснюють подвійний лістинг. Із 21 IPO, які були здійснені російськими компаніями в 2006 році сім пройшли лістинг на московській біржі, решта були зареєстровані на лондонській та нью-йоркській біржах. Найближчим часом залучити кошти через IPO планують близько 300 російських компаній і лише 26 вітчизняних підприємства.

Українські емітенти здійснюють залучення ресурсів через IPO в основному через торгові площадки Лондона та Франкфурта на Майні. Протягом останнього року, зокрема, на цих ринках розмістили свої цінні папери декілька успішних українських підприємств. Так, в 2005р. дочірня компанія Ukrproduct Group, що входить до група “Укрпродукт” (крупний виробник молочної продукції) розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі. Компанія реалізувала пакет акцій близько 27 %, отримавши 11,3 мільйонів доларів США. Акції були придбані 18 інституціональними і 33 приватними інвесторами. Ринкова капіталізація на момент розміщення склала 43 млн. дол., однак, на кінець 2006р. капіталізація знизилася до 32 млн. дол. У цьому ж році компанія “XXI Століття” (через дочірню структуру XXI Century Investments) розмістила на цій же біржі близько 35% акцій, залучивши 139 млн. дол. Акції компанії купили 95 інвесторів із 12 країн. Ринкова капіталізація компанії за 2006 рік зросла з 370 млн. дол. на початку розміщення до 540 млн. протягом 2007 р. акції компанії стабільно зростали. У квітні 2005 року на IPO на тій самій AIM вийшла фірма Cardinal Resources LLC, яка займається видобуванням нафти та газу в західних регіонах України. Вона продала 39,7% акцій за 20 млн. дол. Ринкова капіталізація компанії, що становила на момент розміщення 54 млн. дол., на кінець минулого року впала до 41 млн.

У 2007 р. будівельно-інвестиційна компанія ТММ (через дочірню структуру, кіпрську фірму ТММ Real Estate Development) розмістила на Франкфуртській біржі 13,11% акцій і залучила 104,9 млн. дол. Капіталізацію ТММ за результатами розміщення було оцінено в 800 млн. дол. Увесь обсяг

розміщення викупили великі іноземні інвестиційні фонди, одразу після розміщення капіталізація компанії зросла до 866 млн. дол. У цьому ж році на лондонській фондовій біржі було продано за 208 млн. дол. 100 % пакет акцій інвестиційною фонду Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC, який також спеціалізується на вкладеннях у нерухомість. Після розміщення котирування акцій компанії зросли більш як на 34%, а її капіталізація досягла 280 млн. дол. На майданчику Лондонської біржі було здійснено також IPO компанії Fertex AG, яка володіє 86% акцій Полтавського ГЗК. Було продано 26% акцій за 420 млн. дол.

Основні мотиви, які рухають менеджментом та власниками компанії до IPO зумовлені прагненням покращити фінансово-економічне становище як підприємства, так і його власників. Зміст основних переваг для підприємства-емітента, які досягаються в результаті виходу на організовані фінансові ринки можна описати такими тезами:

- покращуються можливості залучення власного капіталу, у тому числі можна отримати додаткове джерело фінансування у вигляді емісійного доходу;
- створюються умови для зменшення ціни залучення як власного, так і позичкового капіталу;
- підвищується рівень фінансової незалежності та гнучкості підприємства через зменшення потреби у кредитних ресурсах;
- фондовий ринок дає можливість постійно мати адекватну інформацію про ринкову капіталізацію компанії, причому лістинг на фондовій біржі генерує певну надбавку до вартості завдяки прозорості компанії;
- розміщення емісії здійснюється серед великої кількості інвесторів, значна частина яких не претендує на контроль над підприємством;
- диверсифікація фінансових ризиків;
- підвищення статусу, іміджу компанії та її інвестиційного рейтингу, що суттєво полегшує діяльність як на ринку капіталів, так і на інших ринках, зокрема, товарному та робочій сили.

Основні мотиви для здійснення IPO для власників компанії полягають у такому:

- збільшення вартості належної частки корпоративних прав у результаті використання описаних вище переваг для підприємства;
- забезпечення високого рівня мобільності корпоративних прав, що зумовлює мінімальні витрати на передачу прав власності, спрощує процедуру передачі у спадщину і сприяє підвищенню їх ринкової ціни;
- порівняно низький рівень інформаційної асиметрії зменшує ризики, зумовлені принципал-агент конфліктом та мінімізує так звану проблему „ринку лимонів”;
- у разі IPO є можливість запропонувати до лістингу менше 50% від загального статутного капіталу, що дає можливість збереження контролю на компанією.

Домінантним мотивом до IPO в підприємства-емітента є використання привабливого джерела фінансування для забезпечення стратегії економічного зростання та покращення структури капіталу. Всі інші переваги є супутніми. Для власників – пріоритетним є мотив підвищення ринкової капіталізації підприємства.

Поряд із безперечними перевагами IPO, цей інструмент фінансування має також окремі проблемні моменти, на які потрібно зважати при прийнятті відповідних рішень.

По-перше, первинне публічне розміщення корпоративних прав на фондовому ринку пов'язане зі значними витратами. За різними оцінками, накладні витрати, пов'язані зі здійсненням IPO складають від 1,5 до 15% обсягу емісії, залежно від розміру компанії, обсягів емісії, потреби у трансформації звітності та реструктуризації бізнесу, біржі, на якій планується публічне розміщення корпоративних прав. Однак, витрати на IPO є разові, а кошти залучаються на необмежений період. Таким чином, номінальна ціна капіталу, залученого через IPO у будь-якому разі буде нижчою, ніж відсоток за банківськими позиками чи за емітованими облігаціями. З іншого боку, з точки

зору підприємства, вартість власного капіталу як такого, включає в себе також сплату винагороди власникам. З урахуванням цього чинника, ціна залучення власного капіталу є завжди вищою, ніж ціна залучення позик. Однак, з точки зору власників, витрати на залучення капіталу включають в себе лише накладні витрати, пов'язані з розміщенням та іншими супутніми заходами.

По-друге, значна тривалість підготовчих та організаційних робіт з IPO. За експертними оцінками, час від прийняття рішення про залучення коштів через IPO до першого дня лістингу для українських компаній може тривати до 3-х років (для солідних західних компаній це період складає в трохи більше шести місяців). Це зумовлено значною підготовчою роботою, яку слід здійснити перед розміщенням акцій. Визначальним при цьому є перехід на міжнародні стандарти фінансової звітності та дотримання всіх передумов щодо організації бізнесу, які регламентуються національним законодавством країни, де знаходиться фондова біржа, на якій планується розміщення акцій, наприклад, вимоги SOX у США.

По-третє, обов'язковість дотримання вимог щодо розкриття інформації та забезпечення ефективної інформаційно-комунікаційної роботи, забезпечення ефективного корпоративного управління. З цією метою необхідно здійснити чіткий розподіл повноважень менеджменту всіх ланок, запровадити внутрішній регламент, де буде чітко визначено, хто які рішення приймає, коли і перед ким звітує. Система корпоративного управління включає в себе широкий спектр відносин між правлінням компанії (менеджментом, адміністрацією), радою директорів та акціонерами. Мова йде перш за все про запровадження ефективних механізмів ризик менеджменту та внутрішнього контролю, завдяки яким підвищується ймовірність того, що активи підприємства будуть використовуватися в інтересах акціонерів, а не керівництва, як це досить часто можна спостерігати у вітчизняній практиці. Якщо на IPO виходить холдинг, що об'єднує сукупність компаній, які працюють на різних ринках, потрібно

продемонструвати необхідність такої диверсифікації та спроможність складання консолідованої звітності.

Вирішення згаданих проблем до певної міри сприятиме чітка систематизація та упорядкування комплексу функцій та завдань, які слід виконати у процесі IPO. Сформулюємо основні етапи робіт з первинного публічного розміщення корпоративних прав, виконання яких дозволить оптимізувати весь процес IPO та досягти максимального економічного ефекту від розміщення:

Перший етап: прийняття відповідним органом компанії рішення про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів та попередня експертиза готовності до IPO. Рішення приймається у контексті реалізації стратегічних цілей щодо залучення ресурсів на фінансовому ринку. Призначається проектна група, яка безпосередньо буде займатися реалізацією рішення щодо первинного розміщення. На цьому етапі робиться попередня оцінка готовності компанії до первинного розміщення. Виявляються слабкі місця в організаційні, фінансовій, виробничій та управлінській сферах, які слід усунути для здійснення успішного розміщення. Вживаються заходи правового характеру, спрямовані на виконання всіх передумов виходу на фондовий ринок. У разі необхідності, проводиться реорганізація компанії шляхом перетворення існуючої організаційно-правової форми бізнесу у відкрите акціонерне товариство. Особлива увага акцентується на конкурентних позиціях компанії, реальності досягнення стратегічних цілей та очікуваннях щодо зростання вартості.

Другий етап: вибір консультанта та андеррайтера. Первинне розміщення, як правило, здійснюється із залученням інвестиційних банків як андеррайтерів – організаторів розміщення (Lead Manager). Основна функція емісійного банку як менеджера розміщення полягає у тому, що він як правило, викупляє весь обсяг емісії в емітента і здійснює комплекс заходів щодо подальшого розміщення акцій серед інституційних та приватних інвесторів. У разі здійснення крупних за обсягом IPO організатор розміщення формує

банківський консорціум. Для узгодження сприятливих умов співпраці з емісійним банком, емітент має зарекомендувати себе як інвестиційно-привабливе підприємство з високим потенціалом зростання ринкової вартості. Вибір банку-андеррайтера рекомендується здійснювати на конкурентних засадах.

Третій етап: розробка концепції первинного розміщення корпоративних прав, яка має містити загальні рецепти до вирішення основних проблем, що виникають у процесі IPO. Зокрема, концепція має містити календарний план робіт з IPO, порядок вибору фондової біржі, основні параметри емісії, цілі використання коштів, стратегію вибору основних груп інвесторів, стратегію інформаційно-комунікаційної роботи. Концепція має розроблятися за узгодженістю з радником розміщення та андеррайтером.

Четвертий етап: проведення поглибленого аналізу усіх ключових аспектів діяльності підприємства оцінка вартості та готовності до первинного розміщення (дью ділеженс). Головною метою DD є мінімізація ризиків інвесторів та банку-організатора IPO при здійсненні вкладень в цінні папери емітента, на основі аналізу шансів та ризиків, пов'язаних з відповідними інвестиціями. За результатами DD має бути сформульована відповідь на питання, якою є реальна ринкова вартість підприємства та які перспективи її зростання. IPO-дью-діліженс має проводитися організатором (Lead-Manager) або ж консультантом по IPO.

П'ятий етап: укладення договору з андеррайтером щодо викупу та розміщення емісії на ринку (або щодо інших форм андеррайтингу).

Шостий етап: підготовка погодженого з андеррайтером проспекту емісії та розкриття інформації, що міститься в проспекті. Проспект емісії має бути підтверджений аудитором. В ньому повинна міститися інформація про емітента, його фінансово-господарський стан, цінні папери, щодо яких прийнято рішення про відкрите (публічне) розміщення. В Україні, вимоги до розкриття інформації про емітента та його фінансово-господарський стан

установлює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. В затвердженому ДКЦПРФ Положенні про порядок реєстрації випуску акцій, досить повно виписаний перелік (більше двадцяти пунктів) всіх елементів проспекту. Проспект емісії цінних паперів реєструється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку одночасно з реєстрацією випуску цінних паперів. Після реєстрації емітент публікує проспект емісії цінних паперів у повному обсязі в офіційному друкованому виданні

Сьомий етап: здійснення обов'язкових заходів щодо реєстрації та допуску цінних паперів до біржових торгів. Згідно з українськими нормативно-правовими актами, до таких заходів відносяться:

- реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів та проспекту їх емісії;
- присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера;
- укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором - про ведення реєстру власників іменних цінних паперів;
- виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі;
- розкриття інформації, що міститься в проспекті емісії цінних паперів;
- реєстрація змін до статуту в органах державної реєстрації;
- подання звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів;
- реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів;
- отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;
- розкриття інформації, що міститься у звіті про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів.

Комплекс робіт, що відноситься до цього етапу регламентується Положенням про порядок реєстрації випуску акцій, що затверджене рішенням

Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. У разі розміщення акцій на міжнародних ринках, реєстрація здійснюється відповідно до існуючих нормативно правових актів у країні, де розміщена фондова біржа.

Восьмий етап: фінансовий маркетинг та активний інвестор-релейшнз. В українській практиці інвестор-релейшнз інколи позначають також як „фінансовий PR”. Протягом цієї фази менеджер розміщення (разом з консультантом) проводять зустрічі з ключовими інвесторами та презентують їм результати оцінювання та аналізу підприємства, а також отримують попередні заявки щодо можливого обсягу придбання акцій та бажаного курсу емісії. Отримані в результаті комунікації з інвесторами цінові індикатори слугують основою для формування діапазону ціни розміщення. Основний напрямок ІР у разі здійснення первинного розміщення фокусується на презентаціях компанії та так званих роад-шоу, які здійснює менеджмент компанії-емітента.

Дев'ятий етап: встановлення курсу емісії. Курс емісії є одним із ключових факторів, які зумовлюють успішне первинне розміщення корпоративних прав. Встановлюючи курс розміщення емітент стикається з ризиком, що попит не всіх інвесторів, які прагнуть придбати акції буде повністю задоволений (занижений курс емісії) або ж передбачений обсяг емісії не буде викуплений (завищений курс). В міжнародній практиці використовують три основних методи встановлення ціни емісії: метод "формування портфеля" (він також називається "метод збору заявок") і аукціонний (тендерний) метод. Однак, в теорії і практиці останнім часом все більшого поширення набуває модифікований метод „формування портфеля”, так званий „Accelerated Bookbuilding” (прискорений метод формування портфеля).³ Цей метод дає можливість більш точно визначити настрої на ринку та очікування широкої

³ Weiser F. Preisfindung bei Börsengängen – des Accelerated Bookbuilding Verfahren. // Finanz Betrieb. 2006. – No. 6. – S. 388-399.

маси інвесторів щодо параметрів емісії. Відмінності від методу „формування портфеля” пов’язані також скороченими строками підписки.

Десятий етап: здійснення технічних заходів щодо лістингу на фондовій площадці та розміщення акцій між інвесторами.

Запропонована схема здійснення IPO, яка включає десять кроків, сформована виходячи з припущення, що для формування ціни емісії використовується метод формування портфеля або прискорений метод.

На етапі після розміщення рекомендується вжиття заходів щодо стабілізації курсу. Це має бути спільним завданням андеррайтера та емітента. До таких заходів слід віднести активне інформаційне забезпечення інвесторів та використання для підтримання курсу фінансових впливань на ринку з боку організатора розміщення.

Висновки. В результаті вивчення та опрацювання теоретичного матеріалу та емпіричних даних, які характеризують процеси первинного розміщення акцій підприємств можна зробити висновок, що вихід підприємства на відкриті ринки є вигідним як для самого емітента, так і для його власників та потенційних інвесторів. Домінантним мотивом до IPO в підприємства-емітента є використання привабливого джерела фінансування для забезпечення стратегії економічного зростання та покращення структури капіталу. Для власників – пріоритетним є мотив підвищення ринкової капіталізації підприємства.

Вирішення проблематики залучення фінансових ресурсів через IPO до певної міри можна забезпечити завдяки систематизації та упорядкуванню комплексу функцій та завдань, які слід виконати у процесі IPO. Автором обгрунтовано десять етапів заходів, щодо здійснення первинного розміщення. Чітка регламентація робіт у розрізі окремих етапів та їх неухильне виконання дозволить оптимізувати весь процес IPO та досягти максимального економічного ефекту від розміщення.

Серйозною перешкодою для здійснення IPO українськими компаніями, як на вітчизняному, так і на зарубіжному фінансовому ринку є недоліки у

вітчизняному законодавстві, яке регулює діяльність акціонерних товариств, фінансових посередників, оподаткування операцій щодо придбання та реалізації корпоративних прав, а також відносини права власності і корпоративне управління. Саме на вирішення цих питань мають бути спрямовані подальші дослідження у відповідній сфері.

Список використаних джерел

1. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.04.2007 №942.
2. Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку. // Дзеркало тижня, № 35 (664) 22 — 28 вересня 2007.
3. Dealogic, Thomson Financial, Эрнст энд Янг, 2007. - <http://www.ey.com>.
4. Weiser F. Preisfindung bei Börsengängen – des Accelerated Bookbuilding Verfahren. // Finanz Betrieb. 2006. – No. 6. – S. 385-393.