

# Первоначальное публичное предложение акций

П. Гулькин,  
ген. директор,

Аналитический Центр «Альпари — СПб»

**П**ервоначальное публичное предложение акций (IPO — *Initial Public Offering*) — это процесс размещения обыкновенных или привилегированных акций на открытом биржевом рынке, впервые предпринимаемый компанией с целью привлечения дополнительных инвестиций в акционерный капитал компании. При этом происходит смена организационно-правового статуса компании, и она из компании закрытого типа преобразуется в публичную. Участниками данного процесса являются эмитенты, инвесторы, посредники и фондовая биржа:

**Компания-эмитент** — компания, впервые предлагающая свои акции к публичной продаже на фондовой бирже с целью получения финансовых ресурсов, увеличения рыночной стоимости, получения ликвидного вторичного рынка, а также повышения своей известности. Подробнее преимущества первоначального публичного размещения акций раскрыты ниже.

**Инвесторы** — частные лица или организации, вкладывающие средства в акции компании с целью получения дохода от прироста капитала в результате повышения курсовой стоимости акций или за счет выплачиваемых компанией дивидендов. Для инвесторов IPO является одним из наиболее перспективных финансовых инструментов с точки зрения высокой доходности.

**Посредники** — это, как правило, инвестиционные банки и компании, которые берут на себя ответственность за привлечение потенциальных инвесторов, проводят проверку надежности, финансового состояния и перспектив фирмы, намеревающейся выйти на рынок IPO, а также помогают определить цену размещения акций и объем доли свободного размещения.

**Фондовая биржа** — организованный финансовый рынок, функционирующий на основе централизации предложений купли-продажи ценных бумаг, выполняющий функции посредника в торговых операциях между профессиональными участниками

рынка ценных бумаг — продавцами и покупателями финансовых ценностей, и имеющий регламентированный официально закрепленный правилами режим работы. Эти правила устанавливаются как биржевыми (Устав биржи), так и общегосударственными нормами.

Поскольку биржевые площадки при осуществлении IPO выступают лишь в качестве организаторов торгов, основными активными участниками этого процесса являются компания-эмитенты, потенциальные инвесторы-подписчики и андеррайтеры.

Все три группы участников имеют различный доступ к информации о фирме, а также индивидуальные побуждения к установлению более или менее обоснованной «справедливой» цены фирмы (1). Это явление получило название информационной асимметрии в компании означает, что менеджеры располагают большим объемом специальной информации, недоступной для других участников рынка» (2). Взаимоотношения между эмитентами, инвесторами и андеррайтерами при IPO, а также инвесторами и компаниями, намеревающимися привлечь финансирование в форме частного размещения, в том числе в виде венчурных инвестиций, рассматриваются современными западными исследователями бизнеса в контексте этой теории (3).

Поскольку IPO — это форма получения новых акций новыми акционерами, фирма, идущая на IPO, действует как бы в качестве посредника (агента) для своих старых акционеров. Выходя на рынок IPO, компания хочет получить наиболее высокую оценку своей стоимости. С другой стороны, потенциальные подписчики стремятся занизить стоимость фирмы с тем, чтобы купить акции по как можно более низкой цене. Третья группа действующих лиц — андеррайтеры — согласовывает интересы двух первых игроков, располагающихся как бы по разным сторонам рынка. В итоге формируется стоимость, которая удовлетворяет интересам всех игроков.

В принципе, фирма, которая собирается стать публичной, может продавать свои акции и без каких-либо посредников (так называемое прямое публичное предложение, или DPO). Однако если все фирмы будут выходить на рынок без должного обоснования справедливой оценки своей реальной стоимости, то каждая компания одной отрасли будет оцениваться по среднеотраслевой цене. Поэтому выход на рынок для фирм, имеющих показатели выше среднеотраслевых, будет просто невыгоден. Соответственно, выход на рынок без посредников оказывается возможным только для тех фирм, чьи показатели ниже среднеотраслевых. Именно поэтому существует необходимость в посредниках: их роль сводится к сглаживанию информационной асимметрии при IPO.

Чтобы достичь этого, андеррайтеры изучают фирмы для установления более или менее обоснованной цены. За основу этой оценки андеррайтер берет цену предложения. Это принимается рынком, главным образом, благодаря повторяющейся природе бизнеса. Рынку известно, что, выставляя необоснованную цену для компании, планирующей стать публичной, андеррайтер подвергается неизбежному риску потери своего лица в глазах искушенных инвесторов.

Причина, по которой андеррайтер доверяет опытным инвесторам, логична той, по которой сами компании пользуются услугами посредника для осуществления IPO. Даже неискушенный инвестор понимает, что андеррайтер, избегающий инвесторов, обладающих репутацией опытных и искушенных, возможно, переоценивает стоимость своей компании.

Можно предположить, что андеррайтер стремится привести рынок к понижающей тенденции кривой спроса для выпуска акций, при которой происходит увеличение предложения за счет снижения цены, что позволяет андеррайтеру получать достаточное количество заявок на покупку акций. Существует несколько доводов в пользу этого предположения.

Успех андеррайтера при продаже выпуска зависит от желания небольшой группы опытных инвесторов приобрести значительную часть эмиссии; большой объем эмиссии, в свою очередь, требует более высокой премии для компенсации инвесторам возможного риска недополучения прибыли. Это утверждение основывается на теории «cascade» — «каскада», разработанной Welch (4). Основная масса инвесторов (особенно неискушенных) ждут решения от более компетентных инвесторов в вопросе определения стоимости компании.

Когда основная масса мелких инвесторов замечает, что наиболее опытные и компетентные обнаруживают намерение рискнуть своими деньгами, они следуют за ними.

Второму предположению относительно понижающей тенденции кривой спроса при IPO дано объяснение в работе Merton (5). Согласно его рассуждению, задача андеррайтера может быть интерпретирована достаточно однозначно: главным побуждением для инвесторов является желание видеть компанию, предполагающую стать публичной, в инвестиционных списках каждого инвестора. Чем выше ожидаемая прибыль, тем большее число инвесторов будут приходить к убеждению о необходимости включения данной компании в свои инвестиционные списки.

Третье предположение относительно понижающей тенденции кривой спроса основано на объеме эмиссии как важной и жизненно необходимой части информации для потенциальных подписчиков. Если объем предложения сравним с объемами фирмы (оборотом), то проект, под который привлекают средства через IPO, выгоден для инвесторов.

В этом случае опытные подписчики (инвесторы) скорее проинвестируют проект (даже если он более рискованный), чем при многократном превышении объема предложения над оборотом компании.

Успешное проведение IPO требует от компании-эмитента тщательной проработки целого ряда вопросов.

### 1. Готовность компании к IPO

Готовность компании к IPO зависит, прежде всего, от ее прозрачности и обоснованности долгосрочных финансовых и рыночных перспектив.

*Прозрачность компании* определяется ее способностью регулярно представлять финансовую отчетность, перечень и стандартный формат которой зависят от требований конкретной фондовой биржи и государственных органов, отвечающих за регулирование биржевой деятельности. Кроме того, руководители компании должны быть готовы раскрывать любую другую критическую, с точки зрения инвестора, информацию.

*Обоснованность финансовых и рыночных перспектив* обеспечивается положением компании на обслуживаемом ею сегменте рынка, текущей и прогнозируемой финансовой устойчивостью компании, то есть ее платежеспособностью, финансовой независимостью, эффективностью формирования и использования всех видов ресурсов, необходимой и достаточной нормой рентабельности продаж и ра-

зумным уровнем издержек, а также перспективой роста оборота и наличием потенциала дальнейшего рыночного развития.

### 2. Оценка стоимости компании

Данный вопрос нуждается в особенно тщательной проработке, так как от его продуманности зависит процесс IPO в целом. Рассмотрению методов оценки при выходе закрытых компаний на рынок публичного капитала и посвящена настоящая работа.

### 3. Определение объема размещения ценных бумаг

Объем размещения (доля свободного предложения) ценных бумаг зависит от объема необходимых компании средств, ликвидности рынка, ожиданий и предложений инвесторов. Он должен быть, с одной стороны, достаточно крупным, чтобы суметь привлечь институциональных инвесторов, а с другой стороны, — соизмеримым с возможностями компании по обеспечению получения инвесторами прибыли на инвестированный капитал.

Зачастую средний инвестор не в состоянии представить себе, акции какой компании вырастут в цене, а какой, наоборот, упадут. Согласно отчету, опубликованному компанией Offroad Capital Corp., 82% всех обанкротившихся компаний после выхода на рынок IPO были «маленькими». Сьюзан Вудвард, ведущий экономист Offroad Capital Corp., считает, что «результаты IPO, меньших по объему, чем 100 миллионов долларов, довольно плачевны». Годовой возврат на инвестиции для компаний с объемом IPO менее 100 миллионов долларов в 1997 году составлял 24,3%, а при IPO объемом более 100 миллионов — 82%.

Присутствие венчурного капитала в компаниях также является очень весомым фактором. IPO компаний, в которых отсутствовал венчурный капитал, во втором квартале 1997 г., как правило, были меньше по объему и, в основном, обеспечивали скромную норму возврата на инвестиции — 28,3%.

Почему же большое IPO более предпочтительно, чем маленькое? Ирв Де Гро, директор отдела исследований компании WorldFinanceNet.com, полагает, что «в период «горячих» циклов низкая оценка небольших по объему IPO приводит к тому, что акции оказываются переоцененными. Поэтому результаты деятельности этих компаний становятся очень предсказуемы». Еще одним аргументом в пользу выпуска IPO большого размера является внимание аналитиков: небольшие компании, как правило, выпадают из поля зрения специалистов по анализу фондового рынка (6).

### 4. Время и место проведения IPO

Время проведения IPO определяется готовностью компании к выходу и конъюнктурой рынка. Выбор места проведения IPO зависит от способности компании пройти процедуру листинга и ее привлекательности для инвесторов на том или ином рынке. Стоимость публичных компаний оказывает порой определяющее влияние на оценку стоимости закрытых компаний, стремящихся привлечь инвестиции путем закрытого размещения. Исполнительный директор компании, стремящийся привлечь финансирование, например, может обратиться к венчурному капиталисту, предлагая продать 5% своих акций за 10 миллионов долларов, что составляет стоимость компании в 200 миллионов долларов. Однако инвесторы, наблюдая за текущими котировками компаний — аналогов, могут прийти к заключению, что более реалистичной является стоимость в 80 миллионов долларов. В результате инвесторы захотят приобрести предложенные им 5% только за 4 миллиона долларов. Одна и та же компания, например, в июне может стоить меньше, чем она стоила в феврале. Причиной таких колебаний является ухудшение результатов публичных компаний, чьи акции торгуются на фондовой бирже. Именно эти компании являются эталоном для схожих с ними компаний, находящихся в частном владении. Согласно исследованию, проведенному Venture One — аналитической фирмой, специализирующейся на исследованиях в области IPO и венчурных инвестиций, медиана *pre* — IPO стоимости компаний по состоянию на ноябрь 2000 г. составляла 367 миллионов долларов, что было на 16% выше, чем в предшествующем году. Для сравнения — во время периода «давай, давай» в 1999 году рост медианной стоимости вырос почти в два раза по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (7).

### ВЫГОДЫ ОТ IPO ДЛЯ КОМПАНИЙ, ПРЕОБРАЗУЮЩИХСЯ В ПУБЛИЧНЫЕ

Первоначальное публичное предложение акций (IPO) является одним из самых важных событий в жизни компании. Если уместно будет сравнить преобразование компании из закрытой в публичную с переходом из детства в отрочество, успешное прохождение через IPO будет сродни обряду конфирмации.

Выход на биржу позволяет компании получить статус публичной, что дает ей ряд преимуществ:

✓ **Привлечение финансовых ресурсов**

Проведение публичных торгов дает возможность предприятию привлечь инвесторов, а значит, — получить необходимый капитал. Зачастую молодые компании испытывают значительные сложности с привлечением финансовых ресурсов, например, в форме банковского кредита, так как не всегда располагают «весомыми» с точки зрения банкиров активами для доказательства своей кредитоспособности и не могут похвастаться серьезными показателями активной оперативной работы. Поэтому, если таким компаниям и удастся получить банковский кредит, то, как правило, под весьма высокие проценты. В российской практике проблема привлечения инвестиций в компании малого и среднего бизнеса является одним из главных препятствий, сдерживающих его развитие.

✓ **Улучшение финансового состояния компании**

Происходит за счет поступления доходов от продажи акций на счет предприятия и увеличения его балансовой стоимости. Хотя IPO не является единственным источником финансирования бизнеса, его последствия для финансового состояния компании, с точки зрения привлекательности структуры баланса, несопоставимы с кредитованием в той или иной форме. При IPO происходит увеличение собственного капитала предприятия как за счет роста акционерного капитала в результате продажи акций компании, так и за счет добавочного капитала вследствие получения эмиссионного дохода (*эмиссионный доход* — доход, получаемый в ходе первичного размещения акций при их продаже по цене выше номинала). Следовательно, балансовая стоимость компании растет за счет прироста собственного капитала, что приводит к улучшению финансовой устойчивости компании, оцениваемой при помощи таких коэффициентов, как:

- *Коэффициент автономии* (отношение собственного капитала к размеру общего капитала);
- *Коэффициент финансовой независимости в части формирования оборотных активов* (собственный капитал в обороте к оборотным активам). *Коэффициент финансовой независимости в части формирования запасов* (собственный капитал в обороте к величине запасов);
- *Коэффициент маневренности* (собственный капитал в обороте к величине собственного капитала).

В случае кредитования происходит раздувание заемных источников капитала, что может оказать пагубное влияние на платежеспособность и

ликвидность компании, не говоря уже о том, что привлечение заемных ресурсов требует предоставления ликвидного залога и необходимости ежегодных выплат, что, безусловно, ложится тяжелым бременем на текущий платежный бюджет.

✓ **Установление цены и обретение капитализации**

Компании, вышедшие на публичный биржевой рынок, обретают реальную рыночную капитализацию. Бизнес при этом становится таким же ликвидным товаром, как и другие виды биржевых активов, а собственники получают возможность совершенно объективно оценивать величину, размер и текущую стоимость принадлежащего им имущества. Акционеры из номинальных владельцев фиктивной и неликвидной собственности в одиночку могут превратиться в богатых и состоятельных людей, одновременно получая возможность и право распоряжаться своим имуществом так, как это принято в цивилизованном обществе.

✓ **Увеличение рыночной стоимости компании**

Успешное размещение и дальнейшее развитие предприятия может привести к росту биржевого курса акций, а следовательно, рыночной стоимости компании в целом. При этом рыночная стоимость компании может во много раз превышать балансовую. Это дает дополнительные возможности:

- при расширении бизнеса;
  - при необходимости получения займа появляется возможность залога акций, причем условия залога определяют текущая рыночная стоимость акций и их ликвидность;
  - при желании владельцев акций — провести диверсификацию портфеля и получить наличность.
- ✓ **Благоприятные условия последующего кредитования**

Кредиторы получают возможность сопоставлять балансовую оценку активов предприятия с рыночной стоимостью компании, при этом превышение рыночной капитализации над балансовой стоимостью говорит о привлекательности компании как объекта потенциальных инвестиций, и как следствие, создает просчитываемые предпосылки для привлечения дополнительных инвестиций.

Если результаты деятельности компании после первичного размещения по-прежнему внушают оптимизм, при вторичном размещении у компании появляется возможность более легкого доступа к дополнительным инвестициям.

✓ **Рост известности и лучший имидж**

Информация о курсовой стоимости акций ежедневно публикуется в

биржевых сводках, новостях, передаваемых крупнейшими мировыми информационными агентствами, а также в периодических изданиях и доступна всем желающим. Компания, чьи акции котируются на бирже, становится более узнаваемой, что создает дополнительные конкурентные преимущества, увеличивает число потенциальных партнеров и клиентов. Кроме того, биржа, на которой обращаются бумаги компании, заинтересована в увеличении объемов торгов ее акциями, а значит, проводит дополнительный активный маркетинг, не всегда позволяемый в силу финансовых ограничений самой компании-эмитенту. Зачастую крупные компании-производители устанавливают лимиты торговых кредитов для публичных и закрытых компаний, особенно — для компаний на развивающихся рынках. Поэтому для многих фирм, оборот которых напрямую зависит от величины таких кредитов и размера скидок по кредитным линиям, преобразование в публичные компании создает дополнительные конкурентные преимущества в их основном бизнесе.

✓ **Возможность удержания квалифицированного персонала**

В случае, если сотрудник владеет акциями своей компании в рамках использования различных схем ESOP (Employee Stock Ownership Plans) — программ владения акциями сотрудниками, его заинтересованность в успешной деятельности компании резко повышается, и, как результат, компании могут добиваться более впечатляющих результатов в своей деятельности.

## ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЯ О ПРЕОБРАЗОВАНИИ В ПУБЛИЧНУЮ КОМПАНИЮ (8)

Для чего же все-таки стоит преобразовывать компанию в публичную? В большинстве случаев ответ сводится к тому, что «необходимо привлечь капитал для развития компании и создать для ее акций публичный рынок, где учредители и другие акционеры могут обратить принадлежащие им акции в наличные в любое время». Объяснения нефинансового характера, как например рост известности, для большинства компаний играют второстепенную по сравнению с монетарными соображениями, роль. Большая часть предпринимателей наверняка предпочтет просто управлять своими компаниями, чем заниматься утомительной процедурой создания публичного рынка для акций своей фирмы. Тем не менее, вопрос о том, почему IPO является самым лучшим для предпринимателя способом при-



влечения капитала и почему желание выйти на этот рынок зачастую пересиливает любое другое желание, остается открытым. Существует несколько теорий, объясняющих скрытые мотивы этого желания.

### Теории жизненного цикла

Одно из объяснений побудительных причин решения о преобразовании компании в публичную сводится к тому, что для потенциального приобретателя значительно легче идентифицировать объект своих притязаний, если этот объект является публичным достоянием. Более того, предприниматели полностью отдадут себе отчет в том, что оказывать давление на публичную компанию с целью получения ценовых преимуществ намного легче, чем делать это, выступая в роли стороннего инвестора. Становясь публичными, собственники значительно облегчают покупателям процесс приобретения своих компаний по более высокой цене, чем цена, предлагаемая в ходе прямой продажи.

Другая точка зрения заключается в том, что зачастую предприниматели в процессе IPO возвращают себе контроль над своей компанией, который ранее был им отдан венчурному инвестору. Многие IPO поэтому являются выходами из компаний не столько для самих предпринимателей, сколько для венчурных капиталистов. Процесс распределения собственности в ходе осуществления IPO создает как преимущества, так и недостатки. «Ангелы», инвестирующие средства на стадии «до IPO», или венчурные капиталисты приобретают недиверсифицированные портфели, поэтому они не испытывают желания платить такую же высокую цену, какую платят диверсифицированные инвесторы, работающие на публичном рынке. Процесс преобразования в публичную компанию влечет за собой известные затраты: получение информации, не являющейся публичной собственностью, не может быть бесплатным. Таким образом, компания на протяжении своего жизненного цикла является сначала частной, но по мере того, как она дорастает до соответствующих размеров, неизбежно должна становится публичной.

Публичная торговля акциями также имеет свои плюсы и минусы. Некоторые исследователи указывают на то, что высокая цена на акции компании на публичном рынке может приводить к росту конкурентоспособности продукции этой компании. Пребывание в статусе публичной компании уже само по себе может создавать для нее дополнительную добавленную стоимость. Кроме того, это также повышает уровень доверия к компании со стороны

других инвесторов, клиентов, кредиторов и поставщиков. Являясь ведущей компанией в своем сегменте, фирма, преобразующаяся в публичную, порой обретает все выгоды, присущие лидеру. Образцом, на который неизменно ссылаются для подтверждения подобного взгляда, является, например, Netscape. Несмотря на то, что другая компания — разработчик браузера — Spyglass, на два месяца раньше, чем Netscape, преобразовалась в публичную, она не смогла устоять перед более мощными конкурентными преимуществами Netscape. Многие Интернет-компании, вышедшие на публичный рынок в конце 1990-х годов, проводили очень агрессивную политику поглощений, которую они рассматривали как способ эффективной конкурентной борьбы.

### Рыночная временная теория

Lucas и McDonald в 1990 году (9) разработали модель информационной асимметрии, которая, помимо прочего, предполагала, что компании будут откладывать эмиссию акций, если они полагают, что их акции в этот момент недооценены. Если «медвежий» рынок устанавливает слишком низкую, по мнению предпринимателей, стоимость компании, они будут переносить IPO своей фирмы до тех пор, пока «бычий» рынок не сможет предложить более приемлемый уровень цены. По наблюдениям других специалистов, компании переносили время проведения своих IPO, если видели, что одновременно происходит эмиссия других качественных компаний. Согласно еще одной точке зрения, с течением времени рынок производит крайне ценную информацию для предпринимателей, реагирующих на открывающиеся возможности повышением цен на акции.

По всей видимости, помимо этих рационалистических теорий, объясняющих колебания в объемах и стоимости эмиссии при IPO, существует еще и очевидная полурационалистическая точка зрения, которая, не прибегая к концепции информационной асимметрии, помогает объяснить цикличность эмиссионной активности: представление предпринимателя о стоимости своего бизнеса рождается, скорее, из его внутреннего ощущения и каждодневного приобщения к фундаментальным основам своего бизнеса, чем благодаря существующему публичному рынку. Внезапные изменения стоимости акций публичных компаний не столь быстро отражаются на индивидуальном ощущении стоимости, присущем предпринимателю. Именно поэтому предприниматели корректируют свою оценку стоимости бизнеса с

некоторым запозданием. В результате, даже если рыночная цена складывается под воздействием иррациональных публичных побуждений или иррациональных ожиданий предпринимателя, сам предприниматель склонен продавать акции только после того, как возросла оценка, даваемая бизнесу публичным рынком.

В своем большинстве формальные теории, описывающие эмиссионную активность при IPO, очень трудно подвергнуть количественному тестированию. Это объясняется тем, что исследователи имеют дело с компаниями, уже преобразованными в публичные. Они не рассматривают огромное число фирм, которые могли бы стать таковыми. Итальянские исследователи Pagano, Panetta и Zingales (10) в 1998 году провели уникальное исследование среди итальянских компаний. Они обнаружили, что крупные фирмы, а также фирмы, работающие в сегментах с высокими показателями рыночная/балансовая стоимость, с большей вероятностью будут преобразованы в публичные. Выходя на открытый рынок, такие компании обычно добивались снижения стоимости кредитных заимствований. Примечательно также и то, что рост инвестиций и темпов развития компаний происходил вслед за выходом на рынок IPO, а не наоборот. Исследование биотехнологического сектора США, проведенное в 1994 году американским аналитиком Lerner, показало, что высокий показатель рыночная/балансовая стоимость, свойственный той или иной отрасли, оказывает более сильное влияние в пользу решения о выходе на публичный рынок, чем, например, на выбор решения о привлечении венчурных инвестиций.

### СТАТИСТИКА И НАИБОЛЕЕ «ГРОМКИЕ» IPO ПОСЛЕДНИХ ЛЕТ

До начала 90-х годов прошлого века публичное предложение акций было возможно преимущественно для крупных, высокоприбыльных компаний, обладающих значительными активами и оборотом. В конце XX века в связи с появлением новой экономики, развитием сектора высоких технологий и убежденностью инвесторов в ускоренном прогрессе, подогреваемом бурным развитием инновационных технологий, сложились условия для выхода на рынок небольших компаний высокого роста, зачастую не демонстрирующих ни прибыли, ни имеющих существенных активов, ни сколь бы то ни было значительных объемов продаж. К рынкам высокого роста стали относиться отрасли, связанные с программами-

рованием, биотехнологиями, Интернетом и телекоммуникациями, то есть те компании, которые, как ожидалось, способны предложить некое единственное в своем роде решение или разработать пользующийся ажиотажным массовым спросом революционный продукт. При этом финансовые показатели компании перестали иметь преобладающее значение — ключевыми стали считаться иные характеристики, определявшие, как ожидалось, способность компании занять доминирующее конкурентное положение в узкой рыночной нише.

Концепция рынка высокого роста вызвала к жизни появление фондовых площадок NASDAQ, Easdaq, Neuer Markt, AIM (Alternative Investment Market), которые с помощью технологии электронных торгов сделали процесс первоначального публичного предложения акций простым, понятным, быстрым и массовым.

Характерной особенностью рынка высокого роста являлась его перегретость, под чем понимались чрезвычайно завышенные ожидания инвесторов, готовых платить за акции компании цену, в несколько раз превышающую цену предложения. Максимальное число таких компаний, вышедших на рынок IPO, пришлось на 1999 (117) и на начало 2000 (I-й квартал — 48 компаний) года (11).

Резкие взлеты стоимости акций в первые торговые дни были возможны только на рынке высокого роста. К примеру, одним из самых успешных IPO является первоначальное публичное предложение компании VA Linux, занимающейся разработкой программно-аппаратных решений на базе операционной системы Linux. IPO этой компании произошло 9 декабря 1999 года на NASDAQ. Акции, поступив в продажу по цене 30 долларов, достигли рекордно высокой цены в первый день закрытия в 239,25 долларов; рост курса, таким образом, составил 679% (12).

Euretel — британская компания, специализирующаяся на исследованиях в области Интернета, решила осуществить IPO на Лондонской фондовой бирже, и, хотя ситуация на рынке на момент выхода (14 апреля 2000 года) была далеко не самой благоприятной (чуть раньше на 25% упал индекс tech-MARK, а в день предложения акций произошел сбой в биржевой компьютерной системе), это не помешало компании привлечь 30 млн фунтов стерлингов (13).

«Одним из крупнейших по объему первичным размещением европейских интернет-компаний стал выход на немецкую биржу Neuer Markt компании T — Online — интернет-подраз-

деления германской Deutsche Telekom AG. В понедельник 17 апреля 2000 года германский телекоммуникационный гигант вывел на первичный рынок принадлежащие ему 10% акций T — Online по цене 27 евро за акцию. К концу дня цена акции поднялась на 39% и составила 37.5 евро».

Британская компания Bookham Technology, специализирующаяся на фотонике — технологии, обеспечивающей пересылку данных в аналоговом формате по оптоволоконным кабелям, подала заявку на кросс — листинг на NASDAQ и на Лондонскую фондовую биржу и установила максимальную высокую цену предложения в 10 фунтов стерлингов при первичном размещении своих акций 18 апреля 2000 года. На следующий день после IPO цена акций компании выросла на 150% (14).

Рынок роста IPO в 2001 году оказался далек от бума предшествовавшего года, однако, имевшие место IPO высокотехнологичных компаний в этом году на NASDAQ также достаточно впечатляют:

- Multilink Technology Corp. — IPO проведено 21 июня 2001 года; рост цен на 03.08.01 г. составил 94%; капитализация на 23.08.01 г. — 737 млн долл.;
- Monolithic System Technology — IPO состоялось 28 июня 2001 года; рост цен на 04.08.01 г. составил 50%; капитализация на 23.08.01 г. — 412 млн долл.;
- 26 июля 2001 года — компания PDS Solution Inc. (разработчик полупроводниковых схем) провела свое первичное размещение, в ходе которого ей удалось привлечь 54 миллиона долларов;
- 23 июля 2001 года компания Hospital Operator MedCath Corp. (производитель детского диагностического оборудования) сумела привлечь 150 миллионов долларов, став одним из крупнейших IPO в медицинской промышленности (15).

Не менее интересен опыт успешных IPO в странах Восточной Европы — Польше и Эстонии, вступивших на путь реформирования практически в то же самое время, что и Россия. Одним из важнейших достижений в сфере рыночных преобразований в этих странах является создание полноценных институтов фондового рынка, уровень развития и роль которых с каждым годом все больше походят на те, которые выполняют аналогичные институты в странах с развитыми экономикой. Согласно годовому отчету Польской комиссии по ценным бумагам и биржам за 1999 год, средний объем первичных публичных предложений ценных бумаг на польском фондовом рынке национальными

компаниями составил около 483 млн польских злотых, что эквивалентно примерно 100 млн долларов.

Осуществление IPO для компаний высокотехнологического сектора в Польше практически идентично практике, применяющейся на рынках развитых стран, как с точки зрения процедуры проведения, так и демонстрируемых результатов. Например, MCI Management SA — технологический венчурный фонд, специализирующийся в области Интернета и IT-инвестиций. Компания была основана в ноябре 1999 года как акционерное общество. К моменту написания этих строк суммарная стоимость ее акций составляла 37.8 млн злотых. MCI Management SA разместила свои акции на польской фондовой бирже 20 декабря 2000 года. Первоначальное публичное размещение акций этой компании явилось демонстрацией полного успеха менеджмента — цена в первый день открытия составила 8 злотых за акцию, что оказалось на 33% больше цены первоначального предложения. Томаш Чеховиц, председатель совета директоров MCI Management SA, говорит о том, что он был убежден в позитивной реакции рынка на размещение. Сегодня спрос на акции этой фирмы на вторичном рынке вдвое превышает предложение. Томаш Чеховец выдвигал предположение, что цена за акции в 2001 году возрастет в среднем до 12 злотых. Капитализация компании MCI Management SA в 2000 году составляла 102.2 млн злотых. По оценкам экспертов, ожидалось, что ее стоимость в 2001 году возрастет до 442.7 млн злотых.

Эстонская компания AS Estonian Telecom разместила свои акции в 1999 году. Первичное публичное размещение акций было проведено в феврале 1999 года и заключалось в продаже 49% акций компании, принадлежавших эстонскому государству, национальным и иностранным инвесторам (366 015 000 акций номинальной стоимостью 10 крон). Общая стоимость размещения составила 3.1 млрд крон; рыночная стоимость после реструктуризации — 11.8 млрд крон, и более 3 тыс. человек стали новыми акционерами AS Estonian Telecom (16).

Что касается самостоятельного привлечения средств российскими компаниями через выход на рынок IPO, то первой компанией, прошедшей 15 ноября 1996 года листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), стал один из ведущих операторов сотовой связи России, осуществляющий свою деятельность под семейством торговых марок «Би-Лайн», — АО «Вымпелком». Акции АО «Вымпелком», в виде Американских депоз-

зитарных расписок (ADR) третьего, самого высокого, уровня были размещены на NYSE 15 ноября 1996 года по цене 29 долларов, что позволило компании привлечь более 60 миллионов долларов. По состоянию на 28.08.01 г. акции торговались по цене 18,06 долларов за штуку, а рыночная капитализация компании, по данным агентства Reuters, составляла около 791 млн долларов.

В 1998 году прошло удачное размещение ADR на NYSE еще двух российских компаний:

- 17 февраля 1998 года ОАО «Ростелеком» (крупнейшая компания национальной и междугородной связи, лидер на российском рынке коммуникаций) со стартовой ценой 20,75 долларов;
- 30 марта 1998 года АО «Татнефть» (один из самых крупных производителей неочищенной нефти) разместила акции по цене 23,625 долларов.

При этом рыночная капитализация на 28.08.01 г. составляла 517 млн долларов у ОАО «Ростелеком» и 1 082 млрд долларов у АО «Татнефть» (17).

После кризиса августа 1998 года первое успешное IPO в системе NASDAQ с первичной ценой предложения ADR 12 долларов провела 30 сентября 1999 года компания «Голден Телеком», являющаяся ведущим в России провайдером телекоммуникационного доступа по широкополосным оптоволоконным каналам и услуг на основе IP-технологии (на 28.08.01 г. рыночная капитализация компании составила 245 млн долларов). И, наконец, 30 июня 2000 года состоялось успешное размещение ADR по цене 22,375 долларов в системе NYSE еще одной российской компании — «Мобильные телесистемы» (динамично развивающийся российский оператор сотовой связи, работающий в системе GSM 900/1800), чья рыночная капитализация по состоянию на 28.08.01 г. была равна 2 632 млрд долл., что позволяет считать ее самой дорогой российской компанией (18).

По прогнозам PriceWaterhouseCoopers, сделанным в 2000 году, в течение 2001-2002 гг. около 15 российских компаний будут готовы к самостоятельному выходу на западные рынки капитала. Этот прогноз начал сбываться с начала 2002 года. В феврале крупнейший российский производитель соков и молочных продуктов Wimm-Bill-Dann Foods OJSC осуществил первичное размещение своих ADS на New York Stock Exchange (NYSE). А в апреле этого же года состоялось первое в истории биржевого дела в России публичное размещение отечественного холдинга «Росбизнесконсалтинг» од-

новременно на двух биржевых площадках — РТС и ММББ.

В период с 1980 по 2001 год количество компаний в США, преобразующихся в публичные, составляло более одной в день (19). Число первоначальных публичных предложений варьировалось в зависимости от года: в некоторые периоды на IPO выходило менее 100 компаний в год, в другие — более 400. В ходе всех этих IPO американскими компаниями было привлечено в качестве эмиссионного дохода 488 млрд долларов (в долларах, приведенных к 2001 г.), что в среднем составляло 78 млн долларов на одно IPO. В конце первого дня торгов акции компаний, впервые разместившихся на бирже, торговались в среднем на 18% выше цены первоначального предложения, установленной самими компаниями. Для инвесторов, купивших акции по цене конца первого дня торгов и удерживавших их в течение трех лет, возврат на инвестиции составил 22,6%. Среднее IPO превосходило средневзвешенный оценочный индекс CRSP (20) на 23,4%, а по сравнению с «традиционными» компаниями, капитализация фирм, совершивших IPO, по показателю балансовая стоимость/рыночная стоимость была выше на 5,1%.

Усредненные показатели не дают полного представления о ежегодных колебаниях показателей. В 1980-х годах на рынке IPO отмечалась довольно вялая активность (не более 8 млрд долларов совокупного объема эмиссий в год). В 1990-1994 годах совокупный объем эмиссии увеличился более чем в два раза — до 20 млрд долларов в год; в 1995-1998 годах этот показатель составил уже около 35 млрд долларов в год и вновь вырос почти вдвое — до 65 млрд долларов в год на протяжении 1999-2000 годов; в 2001 году он сократился до уровня 34 млрд долларов. Динамика показателя возврата на инвестиции в течение первого дня торгов в целом совпадала с тенденцией изменения показателя совокупного объема эмиссии: с 7,4% в 1980 г. он вырос до 11,2% в начале 90-х, до 18,1% — к середине 90-х, до 65,0% — в промежутке между 1999 и 2000 годами и упал до 14,0% в 2001 году.

### ЮРИДИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ ВЫХОДА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА РЫНОК IPO

Для российских компаний, намеревающихся впервые предложить свои акции к публичному размещению, чрезвычайно острой и актуальной является проблема юридического и организационного оформления. Не-

дружественная внешняя среда, в которой вынуждены функционировать сегодня российские компании, очень часто вынуждает их «дробить» бизнес, чтобы обезопасить от непредсказуемых рисков. Большинство российских компаний, достигших более или менее солидного объема продаж, как правило, представляют собой «куст» из нескольких дочерних или аффилированных юридических образований. Распыленность организационной структуры и юридическая разномасштабность, с одной стороны, помогают оптимизировать взаимоотношения с контролирующими государственными организациями, а с другой — не только затрудняют оперативное управление такими группами, но и являются практически непреодолимым препятствием при возникновении потребности в привлечении серьезных финансовых ресурсов из внешних источников. Тем не менее, отдавая себе полный отчет в вынужденной необходимости сохранения таких форм защитного организационного оформления, российские компании, вышедшие на рынок IPO на различных биржевых площадках, нашли оптимальное решение для фирм подобного типа.

Сегодня можно считать уже устоявшейся практикой использование холдинговой модели для выхода компаний на зарубежный и российский рынки первичного предложения акций. Что касается зарубежного рынка, то таким способом получили инвестиции «Телеросс», «Россия — Онлайн», «Совинтел», входящие в «Голден Телеком», акции которого в виде ADR обращаются в системе NASDAQ. По словам Стюарта Райша, исполнительного директора «Голден Телеком», привлечение западных инвестиций в интернет-бизнес, связанный с Россией через выход на биржу международного холдинга, собравшего под одну крышу разные проекты и бизнесы, на сегодняшний день не только удобный, но и единственный способ привлечь публичные деньги в российские высокотехнологические компании.

Принципиально такая схема выглядит следующим образом: компания, предлагающая акции для первоначального публичного размещения, должна быть юридически оформлена как ОАО. При этом в предмете ее основной деятельности должно быть зафиксировано либо управление принадлежащими ей пакетами акций в существующих дочерних структурах, либо управление активами группы компаний. Инвесторы, приобретая акции головной компании, одновременно получают пакеты акций либо долю в акционерном капитале дочерних и аффилированных с головной компанией структурах.



При всей своей банальности, предложение «холдингового» способа выведения компаний на рынок публичного предложения решает одну, пожалуй, самую сложную проблему, являющуюся при других обстоятельствах настоящим камнем преткновения для привлечения инвестиций в акционерный капитал. Речь идет, прежде всего, об общем для любой биржевой площадки требовании к раскрытию существенной информации о компании и особенностям функционирования ее бизнеса. Не реорганизованная в холдинг компания, стремящаяся предложить акции на продажу инвесторам, зачастую не в состоянии предстать перед ними в качестве привлекательного объекта для вложений, поскольку, как правило, располагает финансовой отчетностью, составленной исключительно для целей налогообложения. При создании холдинга головная компания с полным правом может раскрывать перед инвесторами консолидированную финансовую отчетность по группе, не опасаясь при этом возможных последствий, связанных с раскрытием такой информации. Консолидированная отчетность не является объектом внимания со стороны налоговых и иных контролирующих органов и в силу этого не может быть использована в качестве предлога или основания для проведения дополнительных проверок и применения вероятных санкций. Многократно опробованная холдинговая модель юридического и организационного оформления бизнеса, как показывает имеющийся опыт первых IPO, полностью удовлетворяет потребности инвесторов и компаний и целиком находится в рамках российского правового поля.

В качестве примера успешного использования «холдинговой» модели при выходе на рынок IPO, можно привести первое в истории российского биржевого дела первичное размещение акций компании «Росбизнесконсалтинг» (РБК), одновременно вышедшей на две биржевые площадки — РТС и ММВБ в апреле 2002 г.

Накануне первичного размещения акций ОАО «РБК Информационные Системы» компания обнародовала проспект эмиссии, поданный для регистрации в Федеральную комиссию по ценным бумагам (ФКЦБ) РФ. Датой образования компании было указано 18 августа 2000 г., т. е. между этой и датой подачи проспекта эмиссии в ФКЦБ — 25 марта 2002 года — прошел 1 год и 8 месяцев. Согласно данным проспекта, компания намеревалась выпустить 21 млн акций по номинальной стоимости 0,001 руб. за акцию, общим объемом 21 000 руб. Количество работающих в компании на

момент подачи проспекта эмиссии: было указано 44 человека. В тексте проспекта ОАО «РБК Информационные Системы» именовалось «головной компанией группы лиц, входящих в группу «Росбизнесконсалтинг» (21), где головная компания владела следующими долями:

ЗАО «Росбизнесконсалтинг» . . . 100%  
 ЗАО «РБК Софт» . . . . . 100%  
 ООО «РБК — Центр» . . . . . 100%  
 ЗАО «Издательский Дом

Росбизнесконсалтинг» . . . 100%  
 ЗАО «РБК Холдинг» . . . . . 100%

Помимо дочерних предприятий, в проспекте были указаны еще 10 аффилированных юридических лиц, долей эмитента в уставном капитале которых не было.

В балансовом отчете за 9 месяцев 2001 г., прилагаемом к проспекту эмиссии, были указаны капитал, краткосрочные обязательства и активы (в виде инвестиций в дочерние общества и остатков денежных средств на расчетном счете) ОАО «РБК Информационные Системы» в размере 143 000 руб. В отчете о прибылях и убытках оборот компании по состоянию на 1 октября 2001 г. был указан в размере 0,00 руб.

Проспект эмиссии ОАО «РБК Информационные Системы» был зарегистрирован 27 марта 2002 г. РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе под № 1-04-05214 А, т. е. он полностью отвечал как по форме, так и по существу раскрываемой в нем информации всем требованиям, установленным российским законодательством к подобного рода документам. Компания, таким образом, ни в малейшей степени не нарушила действующее законодательство.

Каким же образом эта компания, официально существующая чуть более года и не имеющая никакого оборота, была оценена на рынке в 82 миллиона долларов и сумела привлечь 13 миллионов долларов за 16% своих акций, номинальная стоимость которых была 0,1 коп.? Почему ОАО «РБК Информационные Системы» смело назвало себя головной компанией «холдинга РБК», если понятие «холдинг», как таковое, отсутствует в российском законодательстве?

Случай с РБК является наглядной иллюстрацией эффективности использования холдинговой модели организационного и юридического оформления при выходе отечественных компаний на публичный фондовый рынок. Благодаря несовершенству российского законодательства компания, рискнувшая раскрыть о себе финансовую информацию, может совершенно не беспокоиться о возможных негативных для себя фискальных или иных последствиях со стороны конт-

ролирующих государственных органов, поскольку требования к консолидации финансовой отчетности в отчетности головной компании «холдинга» формально отсутствуют.

Реальная же привлекательность компании для инвестора становится очевидной при рассмотрении результатов работы холдинга, финансовая отчетность которого консолидируется в головной (управляющей) компании, согласно требованиям международных стандартов учета и отчетности. В отличие от российских стандартов бухгалтерского учета, стандарты GAAP, например, устанавливают предписывающие критерии при использовании методов учета при объединении интересов. В отсутствии аналогичных требований со стороны отечественных стандартов учета и распоряжений ФКЦБ российские компании, намеревающиеся предложить свои акции к первичному публичному предложению, активно пользуются преимуществами в применении двойных стандартов: раскрывают финансовую отчетность для российских контролирующих органов в том виде, в каком от них это требуется, ничего не нарушая и не неся при этом никакой ответственности, и параллельно готовят финансовую отчетность, согласно требованиям GAAP или IAS, в которой указываются реальные финансовые показатели, консолидированные по всем дочерним структурам в отчетности головной компании. При этом и оценка стоимости бизнеса, и цена за акцию в процессе размещения определяются исходя из фактических показателей, отраженных в отчетности, которая, как полагают инвесторы, более отвечает их представлениям и здравому смыслу.

Процесс образования холдинговой структуры при выходе Wimm-Bill-Dann Foods OJSC на IPO на NYSE был идентичен тому, что проделал «Росбизнесконсалтинг». Согласно требованиям раскрытия информации в проспекте эмиссии, механизм юридических и организационных преобразований WBD был описан в деталях следующим образом:

✓ **Реорганизация под общим контролем**

16 апреля 2001 г. несколькими частными лицами было создано общество с ограниченной ответственностью Wimm-Bill-Dann Foods LLC. Эти частные лица ранее являлись собственниками Лианозовского молочного комбината (ЛМК), PAg Rodnik («Rodnik») и еще нескольких компаний, занятых в производстве соков. По состоянию на 16 апреля 2001 года ЛМК и Rodnik прямо или косвенно владели акциями своих дочерних и зависимых предприятий:

Всего консолидированный пакет (%):	
Царицинский молокозавод («TsMK»)	49
Московский завод детского питания	52
Сибирский молокозавод	64
Нижегородский молокозавод	78
Владивостокский молокозавод	76
Раменский молокозавод	87
Карасукский молокозавод	73
Молочный комбинат («МК»)	79
Бишкекский молокозавод («Bishkeksut»)	67
Молоко	27
Лианозово — Самара	81
Торговая компания	
Wimm-Bill-Dann	100
Wimm-Bill-Dann Приобретатель	100
Wimm-Bill-Dann Netherlands B.V.	100
Подмосковное молоко	95
Раменские соки	100
Раменское молоко	75
Wimm-Bill-Dann (Israel) Limited	100
Wimm-Bill-Dann Arpo	69
Торговый дом Nevsky Dairy	81
Киевский молокозавод KMMZ No.3 («KMMZ»)	49
Уфамолагропром	38
Фруктовые реки	100
Нектарин	100

Акции LMK и Rodnik впоследствии были обменены на долю в компании WBD Foods LLC, что в результате привело к тому, что WBD Foods LLC стал крупнейшим акционером LMK и Rodnik. В октябре и декабре 2001 г. в результате операции мены компании-производители соков были преобразованы в компанию ООО «Фруктовые реки» (Fruit Rivers LLC). Это следующие компании:

- Grande-V;
- Fructola;
- Lianozovsky;
- Vitafruct;
- Food Production;
- EO ISSA.

До момента описанной реорганизации упомянутые компании находились под коллективным контролем группы акционеров («группа основных акционеров»), которые совместно вла-

дели контрольными пакетами в каждой из этих компаний и которые, согласно письменному соглашению от 1997 г., обладали правом голоса пропорционально размерам принадлежащих им пакетов акций. Группа основных акционеров контролировала вышеупомянутые компании на протяжении всего предшествовавшего периода и будет продолжать осуществлять свой контроль над ними и впредь.

Приобретение WBD Foods LLC вышеупомянутых компаний представляет собой реорганизацию под общим контролем, которая подпадает под действие правил учета, регулирующих процесс слияния компаний посредством объединения интересов. Соответственно, финансовые отчеты были подготовлены на основании предположения о том, что WBD Foods LLC существовала в течение всего рассматриваемого периода и являлась крупнейшим акционером всех упоминаемых компаний в этом временном промежутке (см. годовые и девятимесячные консолидированные и сводные финансовые отчеты на 31 декабря 1999 г., 31 декабря 2000 г. и 30 сентября 2001 г.).

31 мая 2001 г. WBD Foods LLC было преобразовано в открытое акционерное общество под названием ОАО «WBD Foods».

Примечательно, что на сайте ФКЦБ отчетность ОАО «WBD Foods» в консолидированном или ином другом виде на момент написания настоящей работы отсутствовала.

#### Литература

1. Более подробно — см. Tom Berglund «The pricing of IPO», August 9, 1994.
2. Srinu Krishnamurthy, Paul Spindt, Venkat Subramaniam, Tracie Woidtke. «Do Shareholders Gain From Private Placements? The Role Of Information Asymmetry, Monitoring, And Wealth Transfer», April 7, 1999.
3. Литература, посвященная рассмотрению роли информационной асимметрии при частном размещении и IPO очень разнообразна. Для примера, см. Douglas J. Cumming Jeffrey G. MacIntosh «A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits», May 21, 2002; Steven N. Kaplan and Per Stromberg «Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts», February 2002; Alexander P. Ljungqvist, Vikram Nanda, Rajdeep Singh «Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing», January 7, 2002.

4. I. Welch. «Sequential Sales, Learning and Cascades», *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 261-281, 1992.

5. R. C. Merton. «A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information», *Journal of Finance*, Vol. 42, number 3, July, 1987, pp. 483-510.

6. Joshua Harris Prager. «Big IPOs Fare Better Than Small Ones», *The Wall Street Journal*, Jan. 14, 1999.

7. Dawn Kawamoto. «Private companies wrestle with new valuation climate», CNET News.com, November 9, 2000.

8. Ivo Welch, Jay Ritter. «A review of IPO activity, pricing and allocations», Yale ICF Working Paper, No. 02-01. February 8, 2002.

9. Lucas, Deborah, and Robert McDonald. «Equity issues and stock price dynamics», *Journal of Finance*, 45, pp. 1019-1043, 1990.

10. Pagano Marco, Fabio Panetta, and Luigi Zingales. «Why do companies go public? An empirical analysis», *Journal of Finance* 53, pp. 27-64, 1998.

11. Данные профессора Джея Риттера из статьи Е. Соломатина «Механика IPO. Феномен или обыденность?» Рынок ценных бумаг, № 10 (193), 2001.

12. www.nasdaq.com

13. www.neuermakt.com

14. www.londonstockexchange.com

15. www.bloomberg.com

16. Е. Соломатин. «Кто первый?» Рынок ценных бумаг, №5 (188), 2001.

17. www.nyse.com

18. www.nasdaq.com

19. Ivo Welch Jay Ritter. «A review of IPO activity, pricing and allocations», Yale ICF Working Paper No. 02-01. February 8, 2002.

20. Center for Research in Security Prices — исследовательский финансовый центр при Бизнес-школе Чикагского университета, специализирующийся на сборе и анализе информации по фондовому рынку. CRSP собирает данные об обыкновенных акциях, включенных в листинг фондовых секций NYSE, AMEX и Nasdaq Stock Markets, а также информацию о курсах государственных облигаций США и ценных бумаг американских взаимных фондов.

21. Проспект эмиссии ОАО «РБК — Информационные Системы» от 25 марта 2002 г.

### III Российская Венчурная Ярмарка



Андрей Фурсенко, первый заместитель министра промышленности, науки и технологий РФ и заместитель полномочного представителя Президента РФ в Северо-Западном округе Любовь Совершаева



У одного из стендов



Рабочий момент на IPO-площадке