

УДК 336.761

А.В. НАПОЛЬНОВаспирант кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»
Финансового университета**ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СТРУКТУРИРОВАНИЯ ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ**

Первичное публичное размещение (IPO) – это предложение акций компанией-эмитентом или продающими акционерами неограниченному кругу инвесторов, предполагающее трансформацию бизнеса из частного в публичный с одновременным прохождением процедуры листинга на фондовой бирже. Непосредственное размещение акций среди инвесторов требует значительной предварительной подготовки компании, в том числе в части структурирования.

Для теоретического осмысления понятия «структурирование» и его места в иерархии категорий нам необходимо обратиться к теории систем и системному анализу.

В словаре философских терминов «система» (от др. греческого *σύνθεσις* – «сочетание») определена как множество взаимосвязанных элементов, обособленное от среды и взаимодействующее с ней, как целое [4]. Термин «система» имеет обширное применение, обозначая как реальные, так и абстрактные объекты, например финансовая система, банковская система, политическая система и пр.

В настоящее время большинством исследователей признана необходимость комплексного подхода: содержание понятия «система» слишком объемно, чтобы его можно было в полной мере раскрыть, не прибегая к использованию нескольких методологических подходов. Так Е.Б. Агош-

кова, Б.В. Ахлибининский, проводившие исследование трудов о системах и их эволюции, дают следующее определение: «Система – целостное структурное образование, выделяемое исследователем из окружающей среды на основе единства функционирования множества взаимосвязанных объектов в качестве элементов, обладающих определенными свойствами, связями и отношениями» [3]. Это определение выделяет ключевые составляющие понятия «система»: элемент, связь, отношение и структура.

В качестве *элемента* системы рассматривается относительно самостоятельный объект, не подлежащий дальнейшей аналитической декомпозиции на заданном уровне исследования, выполняющий определенные функции и находящийся во взаимосвязи с другими объектами, составляющими систему. Выделяя элемент системы, исследователь абстрагируется от имманентных сущностных свойств. Однако разделение объектов на элементы и системы относительно. Каждая система может быть представлена как элемент системы большего масштаба (суперсистемы или надсистемы); в свою очередь элемент можно рассматривать в качестве относительно самостоятельной системы. Выделение элементов в очень сложных системах опосредуется расчленением системы на подсистемы, которые представляют собой отно-

сительно самостоятельные части системы, подлежащие дальнейшему расчленению. Российский ученый А.А. Богданов в работе «Всеобщая организационная наука тектология» (1911–1925 гг.) сформулировал идею об универсальности систем: все системно, несистем не бывает.

Выделение элементов системы дает возможность понять строение самой системы и определить ее структурно-функциональные связи и отношения. Определение числа таких элементов в процессе исследования системы имеет субъективный характер.

Набор элементов и связи между ними формируют структуру системы. Под «структурой» (от лат. *structura* – строение, расположение, порядок) понимается совокупность устойчивых связей объекта, обеспечивающих его целостность и тождественность самому себе, т.е. сохранение основных свойств при различных внешних и внутренних изменениях [6]. Структура характеризуется связями и отношениями, в том числе иерархией связей между элементами системы, описывает внутреннее строение системы. Для описания одной и той же системы могут быть использованы различные виды структур. В подсистемах, являющихся частью систем более высокой организации, управляющие элементы этой системы могут оказывать воздействие на формирования необходимой структуры, то есть осуществлять **структурирование**. То есть можно заключить, что **структурирование** – целенаправленное формирование структуры объекта.

С точки зрения системного подхода *IPO* является совокупностью определенным образом взаимосвязанных между собой элементов. Первой группой элементов данной системы являются эмитент, акционеры эмитента, инвестиционные банки (при этом департаменты корпоративного финансирования, рынка капиталов, аналитический отдел и отдел продаж выступают как независимые элементы системы), юридические консультанты, аудиторы, PR-консультанты, биржи и инвесторы. Вторая группа объединяет национальные сегменты финансовых рынков, первичные и вторичные акции, депозитарные расписки, опционы, каналы продаж. Перечисленные элементы находятся между собой в определенных отношениях: банки и юридические консультанты – это определяющие элементы, которые оказывают влияние на одну из основных подсистем системы *IPO* – подсистему, объединяющую непосредственно сделку по первичному размещению (с момента выпуска релиза о запуске сделки до размещения акций и начала периода стабилизации). То есть одной из основных целей

функционирования системы *IPO* (помимо разработки документации, проведения реструктуризации, разработки стратегии) является определение ключевых параметров подсистемы размещения, то есть разработка ее структуры. В свою очередь, эта подсистема объединяет следующие элементы (которые являются детализацией элементов более широкой системы):

- рынок ценных бумаг (российский и/или международный),
- юридическое лицо, выступающее эмитентом,
- текущие акционеры эмитента,
- акции (первичные и вторичные),
- депозитарные расписки (ГДР и АДР),
- стабилизационные механизмы (опцион Гриншу),
- механизмы размещения и распределения акций,
- инвесторы.

Несмотря на то что термин «структурирование» часто встречается в финансовой практике и в научной литературе, его толкование отсутствует, хотя используются устойчивые словосочетания такие как «структурированные продукты», «структурное финансирование» и теория «структуры процентных ставок».

С точки зрения финансовой практики наиболее широко данный термин применяется по отношению к разного рода сделкам. Структурирование сделок (от англ. *structuring the deal*) предполагает определение существенных условий их проведения и является неотъемлемой частью подготовки к осуществлению любой сложной транзакции. Допустим, компания А покупает у компании Б некий товар, а компании находятся в разных юрисдикциях. Для организации данной сделки будет необходимо определиться с проведением расчетов, в том числе, выбрать валюту платежа, с конкретными юридическими лицами, которые будут выступать участниками сделки, возможно, введя в структуру сделки компанию, находящуюся в третьей юрисдикции и пр.

В зарубежной литературе понятие «структурирование сделки» вводится через описание его сущности. Наиболее разработанными в этой литературе являются вопросы структурирования сделок слияний и поглощений. В работе А. Шермана и М. Харта [*A.Sherman, M.Hart*]¹ в качестве основной цели структурирования сделок слияний и поглощений выделяется создание структуры, максимально соответствующей потребностям продавца и покупателя. И хотя не существует структуры, которая была бы одновременно максимально выгодной для обоих контрагентов, оптимальная структура, выработанная по итогам

¹ Sherman A., Hart M. *Mergers and Acquisitions from A to Z* / Amacom, New York, 2006, p 107.

переговоров, должна балансировать их интересы и быть результатом компромисса. Для сделок слияний и поглощений основными направлениями структурирования будет выбор между приобретением акций и приобретением активов и решение вопроса оплаты продавца (акции или денежные средства) при одновременном разрешении вопросов бухгалтерского учета и налогообложения.

Таким образом, **структурирование сделки** – решение существенных вопросов по ее организации. Структурирование сделки позволяет сторонам обмена достигнуть своих целей при балансе интересов.

В многочисленной литературе, изученной автором на тему *IPO*, как в российской, так и в зарубежной, определение термина «структурирование *IPO*» не встречается. Между тем, *IPO* – такая же сделка на рынке капитала, а значит, правомерно применение термина «структурирование» к *IPO* как частному виду сделки, что и осуществляется на практике: «структура размещения» является устойчивым выражением в среде инвестиционных банкиров.

Таким образом, под **структурированием *IPO*** можно понимать выбор конкретных параметров размещения (рынок размещения, предлагаемые ценные бумаги, механизмы и каналы продажи) для достижения оптимальной *структуры размещения*.

Под *оптимальной структурой размещения* понимается такая структура, которая максимально удовлетворяет потребностям эмитента и, прежде всего, акционеров, соответствуя при этом требованиям рынка к подобного рода сделкам. Можно сказать, что с точки зрения инвесторов наиболее оптимальной структурой будет выпуск первичных акций, который позволит инвестировать средства непосредственно в компанию, тогда как для банков-организаторов приемлема любая структура сделки, позволяющая провести ее закрытие. Оптимальность структуры для акционеров зависит от их конкретных приоритетов: если основная цель акционера – монетизация доли в компании, тогда предпочтительной будет структура с наибольшей долей вторичных акций в общем объеме предложения. Если собственник выводит компанию на публичный рынок, прежде всего для привлечения денежных средств, то оптимальна структура с первичными акциями.

Резюмируя понимание оптимальности основными участниками сделки, можно сказать, что

при оптимально разработанной структуре размещения на этапе маркетинга должна быть сформирована книга заявок, позволяющая организаторам размещения закрыть сделку, создав новый биржевой товар, цена которого будет показывать положительную доходность для инвесторов при прочих равных условиях. Соответственно, если структура размещения выбрана неправильно, размещение может не состояться в пределах заявленных ценовых границ и объемов или не состояться вообще. При этом причина провала размещения может быть не только в неоптимальной структуре, но и в завышенной оценке стоимости акций. В зарубежной практике явление, когда после размещения акции начинают торговаться ниже цены предложения, именуется «*broke issue*» или «*broke syndicate bid*», что можно перевести как «проваленный выпуск».

Ниже на рисунке 1 приведены основные параметры размещения, сгруппированные в основные направления структурирования размещения (далее – направления размещения).

Первостепенными вопросами, которые решаются до начала структурирования размещения, являются: решение относительно времени проведения размещения, определение размера и выбор банков-организаторов. Совместно с выбранными банками уточняется размер размещения и время проведения размещения, проводится работа по структурированию размещения:

- *Выбор рынка.* Выбор осуществляется между внутренним и международным рынками, далее определяется биржа, на которой будут обращаться акции, и желаемая категория листинга¹. В зависимости от этого определяется юрисдикция и принимается решение о формировании холдинговой структуры в случае переноса головной компании за рубеж

- *Выбор ценных бумаг.* При одновременном выходе на российскую и иностранную биржи необходимо распределить выпуск между акциями и депозитарными расписками, а также объем рыночного и нерыночного предложения (американским инвесторам по Правилу 144A и *RegS*), при этом уточняется размер размещения. Также определяется, будет ли использоваться механизм ценовой стабилизации (опцион Гриншу), что также зависит от выбора площадки.

- *Выбор механизмов и каналов продаж.* При определении механизмов и каналов продаж выбирается способ размещения (предложение по фикс-

¹ Например, на Лондонской бирже имеется возможность провести листинг ГДР с упрощенными требованиями к эмитентам или премиальный листинг акций, если компания полностью соответствует стандартам корпоративного управления, принятыми в Великобритании (Combined Code). Преимуществом премиального листинга является более широкая база инвесторов, а значит, потенциально более высокая ликвидность и оценка.



Рис.1. Направления структурирования IPO

сированной цене, аукцион, формирование книги заявок) и формируются подходы к подбору целевых инвесторов.

Инвестиционные банки предлагают свое видение структуры IPO и инвестиционного позиционирования компании на фондовом рынке на этапе проведения компанией тендера. У компании есть свое видение данных вопросов, однако в силу объективных причин это видение носит ограниченный характер. Поэтому на этапе до привлечения инвестиционных банков может быть решена лишь определенная ограниченная часть вопросов относительно размещения. Инвестиционные банки совместно с компанией формируют максимально подходящую для эмитента и его ключевых акционеров структуру сделки. В силу того, что каждая компания индивидуальна не существует полностью унифицированного подхода к структурированию. Тем не менее есть ряд элементов структуры выпуска, которые должно присутствовать, иначе инвесторы не проявят интереса.

Можно сформулировать следующие рекомендации для эмитентов и инвестиционных банков:

1. При небольшом объеме размещения для создания ликвидного вторичного рынка акций целесообразно ограничиться размещением на одном рынке, иначе будет создано два низко ликвидных рынка.

2. Для получения наиболее высокой стоимости компании необходимо проводить размещение на той бирже, на которой работают инвесторы, специализирующиеся на отрасли эмитента.

3. Выход на зарубежную биржу через создание холдинговой компании в иностранной юрисдикции не является предпочтительным вариантом структурирования. В отличие от многих развивающихся рынков, в России создана хорошая платформа как для внутренних размещений, так и для международных размещений с российским и иностранным листингом.

4. Запуск депозитарной программы сам по себе не является источником повышения потенциальной стоимости акций эмитента. Хотя зарубежные площадки в целом имеют хорошую ликвидность и широкую базу международных инвесторов, ликвидность акций конкретной компании зависит от привлекательности ее бизнеса и доли акционерного капитала, обращающегося на бирже.

5. Дополнительный спрос можно сформировать за счет привлечения американских инвесторов через размещение по Правилу 144A и *Regulation S*. Нерыночный транш позволяет диверсифицировать базу инвесторов, быстрее заполнить книгу заявок и создаст условия для получения более высокой оценки.

6. Продажа на первичном размещении исключительно вторичных акций интересна инвесторам в меньшей степени, чем приобретение первичных акций, когда средства идут непосредственно на инвестиционные цели.

7. При получении листинга на зарубежной площадке необходимо включить в структуру сделки опцион Гриншу для осуществления ценовой стабилизации. Это позволит защитить инвесторов от

неблагоприятных колебаний цены в первый месяц торгов.

8. Если в процессе роуд-шоу книга заявок была переподписана, то это открывает возможности по формированию новой акционерной базы эмитента. Оптимально осуществлять выбор не только в пользу тех фондов, которые подали заявки по наибольшей цене, но и тех, которые будут обеспечивать ликвидность вторичного рынка. Акции, размещенные среди фондов, придерживающихся долгосрочных инвестиционных стратегий, не имеют ликвидного вторичного рынка, что не позволяет максимизировать рыночную стоимость бизнеса. Значительную ликвидность могут обес-

печить спекулянты и розничные инвесторы, класс которых в России пока только формируется.

9. Для получения листинга на иностранных фондовых биржах требуется соблюдение более строгих требований корпоративного управления. При этом соблюдение дополнительных требований и большая прозрачность бизнеса создаст позитивное мнение об эмитенте у инвесторов и повысит вероятность их участия в размещении. Наличие дивидендной политики не является обязательным условием для инвестирования на стадии размещения. Если компания растет быстро, реинвестируя полученную прибыль, инвесторы предпочтут высокий рост дивидендам.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Cornelli F., Goldreich D., Ljungqvist A.* Investor Sentiment and Pre-IPO Markets // *Journal of Finance*, 2005. – №61. – P. 1187–1216.
2. *Ljungqvist A., Nanda V., Singh R.* Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing // *Journal of Business*, University of Chicago Press, 2006. – №79(4). – P. 1667–1702.
3. *Агошкова Е.Б., Ахлибининский Б.В.* Эволюция понятия системы. «Вопросы философии», 1998. – №7. – С. 170–179.
4. Новая философская энциклопедия. – М.: Мысль, 2000. – 2806 с.
5. *Геддес Р.* IPO и последующие размещения – М.: Олимп-Бизнес, 2007.
6. Советский энциклопедический словарь, 1981. – М.: Большая советская энциклопедия. – 1291 с.
7. IPO: опыт ведущих мировых экспертов / под ред. Г.Н. Грегориу. Минск: Гревцов Паблшер, 2008.