

УДК 334.716;336.767.2;339.727

Стефанія ОСАДЧУК

*кандидат юридичних наук,
доцент кафедри правового
регулювання економіки та
правознавства, Тернопільс
ький національний
економічний університет*

ПОНЯТТЯ ТА ЦІЛІ ІРО

У статті проаналізовано основні підходи до визначення поняття первинного публічного розміщення (ІРО) та виокремлено його характерні ознаки. Розглянуто сутність і цілі цього процесу. Досліджено стан та перспективи правового регулювання поняття ІРО в Україні та за кордоном.

Ключові слова: *первинне публічне розміщення цінних паперів (ІРО), ринок ІРО, фондова біржа, акція, емітент, лістинг.*

Організаційно-правовою формою, яку найчастіше обирають господарюючі суб'єкти у ринковій економіці, є акціонерні товариства (корпорації). Така форма господарювання передбачає фінансування і початкової діяльності, і подальших великих інвестиційних проектів з використанням такої форми залучення інвестиційних ресурсів, як акціонування. У світовій практиці така форма передбачає залучення широкого кола інвесторів (співвласників) до вкладення коштів у певний господарюючий суб'єкт. Відповідним наслідком таких подій повинні бути активні торги на первинному, а при наявності ефективного використання вкладених коштів – і на вторинному фінансовому ринку його акцій.

Переважна більшість українських підприємств при проведенні емісії своїх акцій користується позабіржовими методами їх розміщення та залучення акціонерного капіталу шляхом приватної пропозиції. Такий спосіб розміщення не дає змоги залучити великі обсяги акціонерного капіталу та визначити справжню ринкову ціну акцій. Тому у майбутньому для підприємства перспективним шляхом залучення додаткового капіталу може стати їх розміщення за допомогою первинного публічного розміщення на фондовій біржі (далі ІРО).

Проблема публічного розміщення акцій у вітчизняній науці є досить новою і почала висвітлюватися лише в останнє десятиріччя. Зважаючи на значний інтерес до ІРО, дослідження визначеної проблематики видається надзвичайно актуальним і на часі. Законодавче закріплення поняття, цілей, принципів, змісту ІРО дасть змогу не тільки однозначного розуміння цього явища, а й прискорить процеси реального ІРО українським підприємствам.

Сьогодні переважно відбувається автоматичне застосування західних методик щодо IPO без достатнього врахування українських реалій та вітчизняного законодавства, що не завжди призводить до бажаного результату. З одного боку, фондовий ринок потребує розробки власної правової та методологічної бази для активізації операцій з цінними паперами, а з іншого — необхідність переосмислення західних концепцій інвестування та сучасних банківських технологій. Таким чином, проблема IPO має теоретичне і практичне значення.

Варто наголосити, що більшість робіт вітчизняних фахівців багато в чому повторюють праці західних, що обумовлено відсутністю до недавнього часу власне поняття і будь-якого досвіду первинного публічного розміщення у практиці вітчизняних підприємств.

Подібна практика формування капіталу для України є порівняно новою, наукових підходів до вивчення складних інвестиційних процесів, пов'язаних з IPO, бракує, а основна частина публікацій міститься у веб-ресурсах та спеціалізованих виданнях, які не є легкодоступними для широкого загалу.

Проблематика первинного публічного розміщення акцій розглядається у численних наукових працях. Проте аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про недостатнє висвітлення цього питання в науковій літературі. Загалом проблемами розвитку фондового ринку в Україні цікавилися багато фахівців, серед яких М. Бурмака, В. Козаков, В. Корнєєв, В. Лісіна, О. Мозговий, В. Оскольський, Г. Терещенко, Є. Шаповалов. Але зовсім небагато займаються безпосередньо питанням IPO в Україні. Серед них можна назвати таких авторів, як Г. Карпенко, В. Кукса, Л. Мельничук, І. Проник, В. Селик, Т. Ясінська.

Серед юридичних публікацій з цієї проблематики здебільшого привертають увагу статті юристів-практиків, які безпосередньо виводять підприємства на IPO, як правило, за межами України.

Метою нашого дослідження є розкриття правового регулювання поняття IPO, виокремлення основних його ознак, визначення цілей публічного розміщення акцій, а також вироблення рекомендацій щодо вдосконалення чинного законодавства з цього питання.

IPO – це первинне публічне розміщення акцій, коли компанія вперше випускає свої акції на ринок і їх купує широке коло інвесторів. Первинне публічне розміщення акцій може бути внутрішнім, коли процедура відбувається всередині країни, і зовнішнім – на іноземних торговельних майданчиках.

Поняття IPO (Initial Public Offering) запозичене і дослівно перекладається як «первинна публічна пропозиція». Хоча в терміні відсутнє посилання на вид пропонованих цінних паперів, термін застосовується стосовно акцій. В українській, як і в російській, фаховій літературі сталим перекладом терміну є «первинне публічне розміщення». Первинне публічне розміщення передбачає, що акції вперше пропонуються широкому колу інвесторів, а компанія отримує лістинг на біржі.

Абревіатура IPO розшифровується як *initial public offering*, що в перекладі означає первинне публічне розміщення акцій.

«Offering» перекладається як «пропозиція» (продаж). «Initial» означає «первинне» – випускаються і реалізуються на біржі саме нові акції. У термінах українського законодавства: здійснюється додаткова емісія, яка потім продається. Цим IPO відрізняється від реалізації на зарубіжних ринках депозитарних розписок (ADR, EDR, RDR і GDR), – похідних цінних паперів, які вільно обертаються на будь-якій з фондових бірж, проте не дають компанії-емітенту жодних доходів.

«Public» перекладається як «публічне», і означає, що випущені акції пропонуються усім бажаючим. Цим IPO відрізняється від приватного розміщення, коли частку у компанії купують заздалегідь відомі інвестори. Публічність накладає свій відбиток на продаж акцій. Продавцю доводиться робити свою компанію максимально зрозумілою і відкритою, щоб інвестори могли зрозуміти, що вони купують. Уже після IPO доводиться назавжди звикнути, що потрібно публікувати звітність, підтримувати високу прозорість компанії, упроваджувати сучасні стандарти управління. Адже акції після розміщення залишаються на біржі, і щодня їхня вартість змінюється. Щоб уникнути падіння курсу, потрібно постійно підтримувати впевненість інвесторів в успішному майбутньому компанії. У разі приватного розміщення, навпаки, можна показувати звітність лише обмеженому колу власників, як до розміщення акцій, так і після.

У практиці існує два співзвучних, але відмінних за сутністю терміни: Initial Offering та Primary Offering, які перекладаються частіше за все однаково – «первинне публічне розміщення», що викликає деяку плутанину.

Розмежуємо ці поняття. Коли підприємство вперше розміщує власні цінні папери, то така процедура називається Initial Public Offering (IPO) – первинна публічна пропозиція. Якщо випуск цінних паперів підприємства відбувається одночасно з процесом розміщення (тобто до проведення IPO юридична форма підприємства не передбачала наявності акціонерів, наприклад, була організована у формі партнерства) і весь дохід (залучений капітал) надходить на баланс підприємства, то таке розміщення називають первинним публічним розміщенням (Primary Public Offering – PPO). Первинне публічне розміщення – один із способів проведення IPO, при якому емітент пропонує необмеженому колу осіб додатковий випуск власних цінних паперів, що розміщуються шляхом відкритої підписки. Якщо на ринку продаються раніше випущені цінні папери, що належали власникам підприємства, і саме ці особи, а не підприємство, отримують дохід від продажу певного пакету акцій, то процедура називається вторинним розміщенням (Secondary Public Offering – SPO) [12].

Важливо зауважити, що в процесі IPO на фондовій біржі одночасно можуть бути запропоновані акції як додаткового (нового), так і основного випуску (PPO+ SPO).

Якщо розглядати сутність поняття «чисте» IPO з точки зору залучення емітентом капіталу, то це може бути тільки первинне публічне розміщення акцій (PPO), оскільки у випадку проведення вторинного публічного розміщення акцій (SPO) дохід отримують акціонери, а не підприємство-емітент.

Гулькін П. Г. [5] трактує термін IPO саме як «первинну публічну пропозицію» і дає йому наступне визначення: первинна публічна пропозиція акцій (IPO) – це процес розміщення простих або привілейованих акцій на

відкритому біржовому ринку, що вперше здійснюється підприємством, з метою залучення додаткових ресурсів в акціонерний капітал підприємства. При цьому відбувається зміна організаційно-правового статусу підприємства, і воно із приватного типу перетворюється у публічне.

Іншої точки зору дотримується А. В. Лукашов [7], розуміючи під IPO «первинне публічне розміщення» акцій і визначаючи його одночасно як канал для отримання молодими підприємствами нового капіталу і як засіб для перших (початкових) вкладників вийти із участі у капіталі і отримати прибутки на власні вкладення.

Ріхтер Дж. та Велш І. [13] вважають, що первинна публічна пропозиція (IPO) – це спосіб залучення ресурсів шляхом продажу цінних паперів на відкритий біржовий ринок в очікуванні зростання ліквідності, що використовується вперше.

Існує також і інше визначення IPO [11]: «першопочаткова публічна пропозиція» акцій широкому колу осіб на спеціально організованому біржовому майданчику, яка є ефективним механізмом залучення капіталу через фондовий ринок, здійснення якого підтверджує, що підприємство досягло високого рівня інформаційної прозорості, показало стійке зростання фінансових показників, рівень корпоративного управління підприємства відповідає прийнятому стандарту і підприємство має довгострокову стратегію розвитку бізнесу.

Отже, термін первинне публічне розміщення трактують більш широко, розуміючи під ним IPO загалом. Це пов'язано із тим, що деякі науковці та практики іноді розглядають публічне розміщення додаткового випуску цінних паперів (акцій) як класичне IPO, а інші способи – як відхилення від «класичної» моделі.

Незважаючи на нескладну сутність даного явища, існування декількох підходів до визначення IPO, веде до практичних проблем. Зокрема, появляються значні відмінності в статистичних даних, що подаються різними учасниками ринку цінних паперів по кількості угод і об'ємі ринку. Труднощі виникають при віднесенні конкретної угоди до класу публічних первинних розміщень і визначенні розміру розміщення.

Лондонська фондова біржа під IPO розуміє всі випадки розміщення акцій підприємствами, які вперше публічно запропонували власні акції на її торгах. При цьому до уваги не беруться факти допуску до торгів або розміщення на інших біржах [10].

За офіційним визначенням Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) IPO (Initial Public Offering) – це випуск нових акцій, що здійснюється приватними компаніями з метою перетворення їх на публічні [9].

Більшого поширення набуло початкове американське розуміння терміну: первинним розміщенням вважається тільки таке розміщення, при якому пропозиція акцій необмеженому колу інвесторів відбувається вперше, а кожна наступна після IPO публічна пропозиція широкому колу інвесторів додаткового (нового) випуску акцій підприємства, чиї цінні папери вже обертаються на фондовій біржі, класифікується в якості дорозміщення (follow-on), інакше названого вторинним розміщенням акцій (Secondary Public Offering – SPO).

Зокрема, такої думки притримується Росс Геддес, який визначає IPO як перший публічний продаж акцій компанії і лістинг на фондовій біржі. [4, с. 3].

Ця різниця між європейським і первинним американським підходом породжує серйозну плутанину: одні дослідники розглядають IPO в широкому розумінні, інші – роблять спеціальні корективи, які враховують суть розміщень, тим самим наближаючи термін IPO до його початкового значення.

До прикладу, у російському праві безпосереднє відношення до IPO мають закріплені у федеральному законі «О рынке ценных бумаг» [3] поняття: розміщення емісійних цінних паперів – відчуження цінних паперів першим власникам шляхом

укладення цивільно-правових угод; публічне розміщення цінних паперів – розміщення цінних паперів шляхом відкритої підписки, в тому числі розміщення на торгах фондових бірж.

Також у згадуваному законі визначені: випуск емісійних цінних паперів – сукупність усіх цінних паперів одного емітента, що надають однаковий об'єм прав їх власникам і мають однакову номінальну вартість; додатковий випуск емісійних цінних паперів – сукупність цінних паперів, розміщених додатково до раніше розміщених цінних паперів того ж випуску емісійних цінних паперів.

Таким чином, російське право об'єднує первинні публічні розміщення і вторинні публічні розміщення в категорію публічне розміщення цінних паперів.

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» поняття IPO не використовується. Єдина нормативно встановлена дефініція, яка об'єднує також IPO, визначена в частині першій статті 28 цього Закону: «публічне (відкрите) розміщення цінних паперів – це їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь невизначеної кількості осіб [1].

У статті 33 вищеназваного закону встановлено законодавчі вимоги до відкритого (публічного) розміщення цінних паперів.

Зміст названих норм дає підстави розглядати публічне розміщення у вузькому та в широкому значенні.

Зокрема, публічне розміщення як угода на ринку капіталу (у вузькому розумінні) – це пропозиція акцій підприємством-емітентом або/та акціонером-продавцем необмеженому колу інвесторів;

Публічне розміщення як процес (в широкому розумінні) – це сукупність поетапно здійснюваних дій, починаючи з моменту укладення договору про надання

послуг по організації розміщення аж до закінчення дій по підтримці ціни акцій. З цієї точки зору пропозиція і відкрите (публічне) розміщення акцій – основні завершальні етапи IPO.

Для формування поняття IPO необхідно визначити невід'ємні риси цього явища:

- при проведенні первинного публічного розміщення акцій продавець отримує грошовий еквівалент їх вартості, тобто IPO – це спосіб залучення капіталу підприємством або власником;

- організатори розміщення не встановлюють обмежень для придбання акцій, тобто IPO передбачає можливість участі всіх бажаючих інвесторів;
- у підприємства з'являються як результат розміщення десятки а то й сотні мінори тарних інвесторів, тобто IPO пов'язане з перетворенням приватної компанії в публічну;
- створюється організований ринок акціями емітента, тобто IPO передбачає отримання лістингу на фондовій біржі (у випадку розміщення цінних паперів іноземних емітентів на території України та українських емітентів за межами України).

Резюмуючи вищеозначене, статтю 28 закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» необхідно викласти в новій редакції та дати наступне визначення поняттю IPO: первинне публічне розміщення – це перша і всі наступні пропозиції цінних паперів компанією-емітентом та/або акціонером-продавцем необмеженому колу інвесторів, що передбачає перетворення бізнесу з приватного в публічний з одночасним проходженням процедури лістингу на фондовій біржі.

Запропоноване поняття враховує як економічну суть первинних публічних розміщень, так і практику (процес) їх організації.

Незаперечним є те, що підприємство, пропонуючи свої акції широкому колу інвесторів, переслідує певну мету. У фаховій літературі, як правило, вказується достатньо широкий перелік цілей IPO, який часто ототожнюється з перевагами публічного розміщення порівняно з приватним.

У західних джерелах наводяться більш чіткі орієнтири. Так Р. Геддес вважає, що IPO переслідує лише дві цілі: збільшення власного капіталу компанії і вихід наявних акціонерів із бізнесу [4, С. 11].

Російські дослідники IPO Я. М. Міркін, С. В. Лосєв до цілей IPO відносять: підвищення капіталізації, залучення інвестицій, реструктуризацію бізнесу та ін. У межах кожної із цілей Я. М. Міркін виділяє конкретні завдання, які вирішує емітент. Слід зазначити, що низка цілей, які виділяють вказані автори, як у складі інших цілей (наприклад, створення опціонних програм, маркетинг підприємства), так і ціль IPO як підвищення капіталізації бізнесу, є тими можливостями, які дає IPO [8].

Вітчизняні дослідники IPO виділяють три основні цілі його проведення. Перша і основна – залучення суттєвого фінансового капіталу на довгостроковій основі.

За оцінками експертів, для країн з високим стійким річним економічним зростанням співвідношення залученого капіталу на біржах та валового національного доходу перевищує 2 %, незалежно від рівня розвитку економіки. Україна поки що не належить до цих країн.

Наступна мета первинного розміщення акцій – об'єктивна оцінка вартості підприємства. Основними критеріями останньої є наявність ефективного регулювання ринку, регулювання корпоративних відносин, вільний доступ інвесторів і висока якість конкуренції. Під ефективним регулюванням розуміють відсутність маніпулювання цінами і ринком, використання інсайдерської інформації й усунення фактора монополізації

ринку. Регулювання корпоративних відносин передбачає прийняття стандартів корпоративного управління і прозорість інформації.

Позиціонування компанії як публічного інституту – третя мета IPO, що визначається експертами. Первинне розміщення акцій підтверджує, що корпоративне управління в компанії відповідає прийнятому стандарту, досягнуто інформаційної прозорості, і компанія має довгострокову стратегію розвитку бізнесу. Окрім того, IPO свідчить про те, що навколо компанії існує суспільна підтримка: акціонери (у тому числі іноземні) можуть бути сильним лобістським ресурсом [6].

Іншими специфічними цілями IPO є:

- бажання власника «максимально капіталізувати» компанію;
- отримання ринкової оцінки бізнесу;
- підвищення ділової репутації;
- захист від можливого поглинання;
- захист від «націоналізації» бізнесу;
- вихід /частковий вихід одного (декількох) акціонерів;
- перехід на нові стандарти управління і вихід на нові фінансові ринки.

Підсумовуючи викладене, можна зробити такі висновки. Український бізнес потребує довгострокових капіталовкладень, які необхідні для розвитку економіки й підвищення інвестиційного іміджу країни. І ринок первинних розміщень є одним із нових і перспективних способів залучення іноземного капіталу. IPO є одним із найкращих інструментів фінансування бізнесу, з точки зору як вартості фінансових ресурсів, так і активізації й раціоналізації бізнес-процесів у компанії, підвищення корпоративної культури й дисципліни.

На жаль, сама модель ведення бізнесу в Україні не сприяє публічності компанії, водночас уже здійснені IPO свідчать про те, що зміни можливі. Публічність — якісно новий рівень ведення бізнесу, його досягнення варто прагнути.

Досвід останніх років показує, що успішне IPO все менше залежить від випадку та вдалої маркетингової компанії, а все більше – від ретельної підготовки, розуміння суті бізнесу та законодавчих вимог.

Для стимулювання використання IPO та підвищення результативності IPO українських емітентів слід ґрунтовно змінити нормативну базу. Формулювання на законодавчому рівні його поняття та цілей сприятиме однозначному розумінню цього явища, уникненню плутанини при його застосуванні, встановленню однакових і зрозумілих правил гри як усередині України, так і за її межами. Усе це має підвищити зацікавлення зовнішніх інвесторів як до самих компаній безпосередньо, так і до українського фондового ринку загалом та сприяти появі внутрішніх інвесторів.

Список літератури:

1. *Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>*
2. *Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за*

межами України [Електронний ресурс] : рішення ДКЦПФР від 17.10.97 року №36.. – Режим доступу:

<http://www.nssmc.gov.ua/law/ra>

3. О рынке ценных бумаг, Статья 2 Закона РФ №39-ФЗ от 22.04.1996 года №39-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://ntc.duma.gov.ru/bpa/>

4. Геддес Р. IPO и последующие размещения / Р. Геддес. – М. : Олимп-Бизнес-Экмос, 2007. – с.3, с. 11.

5. Гулькин П. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO) / П. Гулькин. – СПб : Аналитический центр «Альпари СПб», 2004. – 238 с.

6. Долгальова М. О. Аналіз досвіду первинного публічного розміщення акцій українських компаній / М. О. Долгальова, Я. Я. Гавриш //Збірник наукових праць ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”. – 2011. – С. 107 – 112.

7. Лукашов А. IPO от I до O : пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. /А. Лукашов, А. Могин. – [2-е изд., испр. и доп.]. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 361 с.

8. Миркин Я. М. Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO [Електронний ресурс] : материалы научно-практической конференции в Финансовой академии/ Я. М. Миркин. – Москва, 2007. – Режим доступу:

http://www.iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3213/

9. New York Stock Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nyse.com/>

10. Офіційний веб-сайт «London Stock Exchange» – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.londonstockexchange.com>

11. Официальный сайт «IPO-КОНГРЕСС» [Електронний ресурс].– Режим доступу: www.ipocongress.ru.

12. Первичное размещение акций. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. (Серия путеводителей-справочников «Проверено. Коммерсант»). – М. : Альбина Паблишер, 2003. – 232 с.

13. Welch I. A review of IPO activity, pricing and allocations / I. Welch, J. Ritter. – Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

РЕЗЮМЕ

Осадчук Стефания

Понятие и цели IPO

В статье проанализированы основные подходы к определению понятия первичного публичного размещения акций (IPO), охарактеризованы его отличительные черты. Рассмотрена сущность и цели IPO. Исследованы состояние и перспективы правового регулирования IPO в Украине и за рубежом.

RESUME

Osadchuk Stefania

Concept and purposes of IPO

This article examines the main ways to define the concept of Initial Public Offering (IPO), and distinguishes its features. It considers the essence and purposes of IPO. It studies current condition and future prospects of legal regulation of concept IPO in Ukraine and abroad.