

Любунь О.С.,

кандидат економічних наук,
завідувач кафедри фінансів
Київського гуманітарного інституту

ІНТЕГРАЦІЯ УКРАЇНСЬКИХ ВИСОКОТЕХНОЛОГІЧНИХ КОМПАНІЙ У ФІНАНСОВИЙ РИНОК

Досліджено основні закономірності функціонування ринку первинного розміщення акцій українських компаній, відповідність принципів вітчизняного фінансового ринку європейському. Дано ряд рекомендацій щодо прискорення виходу українських компаній на міжнародні та вітчизняні ринки фінансових заощаджень.

Basic conformities to the law of functioning of market of IPO of the Ukrainian companies, accordance of principles of domestic financial market, European market are investigated in the article. Recommendations are given on this score.

Прагнення України до вступу в ЄС зобов'язує привести український фінансовий ринок у відповідність з принципами, що існують в об'єднаній Європі.

Одночасно високі темпи глобалізації продовжують стимулювати розвиток світових ринків IPO (initial public offering — первинна публічна пропозиція). За останні півтора року у сфері IPO сформувалися такі тенденції: на фондових ринках зареєстровано відмінні показники ліквідності; зростає конкуренція між світовими фондовими біржами; на місцевих біржах активно проходить публічне розміщення акцій великих компаній; значно зросла кількість альтернативних джерел фінансування, зокрема, з'явилися фонди прямих інвестицій. З огляду на це для дослідження українського ринку IPO найбільш актуальними уявляються прямі інвестиції, злиття і поглинання, причому формується нова світова тенденція — процес зворотного акціонування, чи так звані операції переходу компанії “від публічної до приватної”.

Вивченню функціонування вітчизняного фінансового ринку та розкриттю його окремих аспектів присвячено праці багатьох науковців і практиків, зокрема В. Аскольського, М. Гольцберта, А. Головка, В. Грушка, В. Корнеєва, О. Корнійчука¹, В. Мінькова, О. Мозгового², Р. Перепелиці, Ф. Сухорукова, О. Собкевича³, В. Шевчука. На їхню думку, прозорий ринок має забезпечити

¹ Корнеєв В.В. Фінансові посередники як інститути розвитку: Моногр. — К.: Основа, 2007. — 192 с.; Корнеєв В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. — К.: НДФІ, 2003. — 376 с.; Корнійчук О. Системні проблеми фондового ринку України та їх вплив на реалізацію національних інтересів у фінансовій сфері // Економічний часопис — XXI. — 2006. — № 3. — С. 4.

² Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. — К.: Феникс, 1997. — 276 с.

³ Сухоруков Ф.І., Собкевич О.В. Роль фондового ринку у забезпеченні економічної безпеки України // Стратегічна панорама. — 2006. — № 1 — С. 40—51.

реалізацію національних інтересів України, сприяти підвищенню конкурентоспроможності вітчизняної економіки шляхом:

- акумулювання та перерозподілу інвестиційних ресурсів між різними галузями економіки і підприємствами;
- формування коректної ринкової вартості підприємств;
- утворення інформаційних індикаторів для інвесторів, відстеження загального стану економіки для всіх суб'єктів господарювання;
- залучення коштів для покриття дефіциту державного та місцевих бюджетів, фінансування державних та місцевих програм розвитку;
- створення ефективної системи захисту прав та інтересів інвесторів;
- сприяння розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення та інститутів спільного інвестування.

І хоча проблеми тенденцій фондового ринку дедалі ширше вислітлюються в науковій літературі, деякі аспекти залишаються невирішеними як теоретично, так і практично.

Так, на наш погляд, за неготовністю вітчизняного бізнесу працювати на основі сучасних стандартів і занадто повільним виходом потенційних емітентів на міжнародні ринки через публічне розміщення акцій стоять небажання вітчизняного бізнесу публікувати свою звітність; низький рівень корпоративного управління; невисока ліквідність вітчизняного фондового ринку; нераціональна система оподаткування.

Якщо кілька років тому західні інвестори сприймали український ринок, в основному, як придаток російського, то нині його порівнюють з ринками Польщі та Чехії, що більше відповідає дійсності з позицій капіталізації їхніх фондових ринків та розмірів економік.

У червні 2005 року в Україні було створено національний комітет IPO, діяльність якого спрямована на сприяння первинним публічним розміщенням акцій українських компаній на внутрішньому та зовнішньому ринках. Його стратегічна мета — виведення протягом 1,5—2 років близько 10 українських компаній на провідні біржові майданчики світу, насамперед Нью-Йоркську і Лондонську фондові біржі.

Метою цієї статті є визначення ринку IPO та дослідження його розвитку в Україні.

Виділяють три основні мети проведення IPO. Перша, головна, — залучення значного фінансового капіталу на довгостроковій основі. За оцінками експертів, для країн із високим сталим річним економічним зростанням співвідношення залученого капіталу на біржах і валового національного доходу перевищує 2% незалежно від розвитку економіки. Україна поки що не належить до цих країн.

Друга мета первинного розміщення акцій — об'єктивна оцінка вартості підприємства. Основними передумовами останньої є наявність ефективного регулювання ринку й корпоративних відносин, вільний доступ інвесторів і висока

якість конкуренції. Під ефективним регулюванням розуміють заборону маніпулювання цінами і ринком, використання інсайдерської інформації та усунення фактора монополізації ринку. Регулювання корпоративних відносин передбачає прийняття стандартів корпоративного управління і “прозорість” інформації. Низькі бар’єри виходу інвесторів і різноманітність механізмів інвестування є базовими для вільного доступу капіталовкладників. Високу якість конкуренції формують велика кількість інвесторів, однорідність емітентів і серйозна боротьба за гроші вкладників.

Позиціонування компанії як публічного інституту — третя мета IPO, що виділяється експертами. Первинне розміщення акцій підтверджує, що корпоративне управління в компанії відповідає прийнятому стандарту, досягнуто інформаційної прозорості, а сама компанія має довгострокову стратегію розвитку свого бізнесу. Крім того, воно свідчить, що у компанії є суспільна підтримка: акціонери (у тому числі іноземні) можуть виступати сильним лобістським ресурсом. Алгоритм проведення IPO зображено на рисунку.

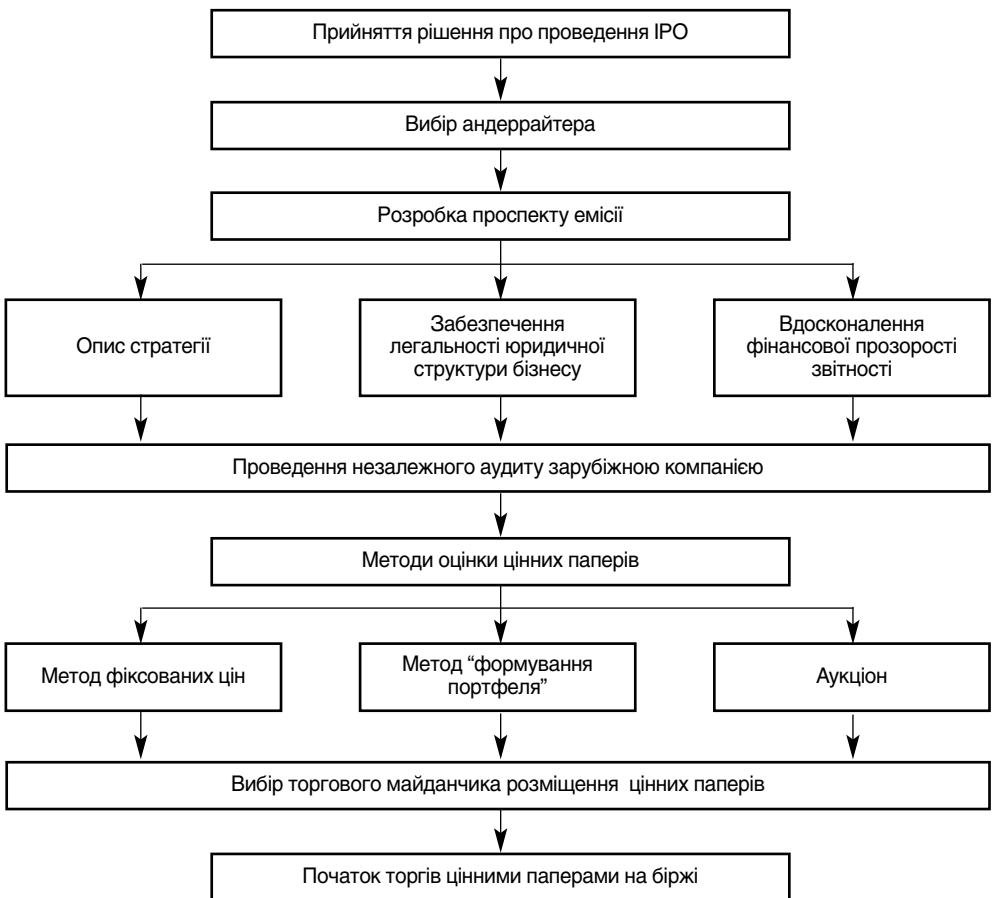


Рис. Алгоритм проведення IPO

Ключовим моментом IPO є “публічність” — дійовий механізм детінізації української економіки. Компанія, яка здійснила первинне розміщення цінних паперів, повинна бути максимально відкритою для інвесторів. Для цього потрібно провести такі перетворення: розробити й описати стратегію; забезпечити легальність юридичної структури бізнесу; добитися фінансової прозорості управлінської звітності.

Сьогодні в більшості випадків стратегія розвитку компанії якщо й існує, то в неформалізованому вигляді — переважно у головах власників бізнесу. Для потенційного інвестора цього недостатньо. Йому необхідно бачити перспективи розвитку, обґрунтовані та взаємопов’язані маркетингові та виробничі плани. Стратегія має розроблятися на регулярній основі: як система виробничого планування підприємства проходить цикл “аналіз виконання плану майбутнього періоду — планування ключових орієнтирів на перспективу — формування звіту про виконання плану”, так і стратегічний план повинен періодично коригуватися відповідно до змін внутрішнього і зовнішнього середовищ. Інвестиційна програма має формуватися з урахуванням обсягів фінансування, об’єктів, термінів і умов зворотності. Інвестиційний меморандум повинен містити аналіз ризиків, що ґрунтується на даних про виконання інвестиційних планів. Така докладна інформація, в першу чергу, становить інтерес для портфельного або стратегічного інвестора. Широке коло дрібних інвесторів влаштує кваліфіковано складений річний звіт, за умови, що він відповідатиме на поставлені запитання і матиме стабільну рік у рік структуру подання інформації.

На першу вимогу інвесторів компанія зобов’язана надати їм інформацію про себе: розкрити склад акціонерів, фінансові показники, прокоментувати будь-яку значущу подію, яка відбувається в компанії або стосується її імені. Це і зрозуміло, адже інвестори не ризикнуть купувати папери емітента, про якого їм нічого невідомо.

Від моменту початку підготовки IPO до фактичного розміщення акцій, як правило, проходить досить багато часу — 1,5—2 роки, і першою ознакою майбутнього IPO якраз і є поява офіційного підтвердження про реальних власників певної компанії. Крім того, компанія, що планує публічне розміщення акцій, має продемонструвати інвесторам стале зростання своїх основних фінансових показників, як мінімум, упродовж двох останніх років.

На практиці використовують три методи організації процедури первинної публічної пропозиції акцій на біржовому майданчику (порядок визначення ціни): метод фіксованих цін, метод “формування портфеля” (або “метод збирання зав’язок”) і аукціон. Метод фіксованих цін застосовується досить рідко, в основному — на високозарегульованих фондових ринках в окремих країнах. Найпоширенішим є метод “формування портфеля” (bookbuilding). Як альтернатива йому виник аукціонний метод пропозиції та розподілу акцій при IPO. Він набув особливої “популярності” через численні порушення і зловживання з боку найбільших

інвестиційних банків і компаній, що практикували в основному метод “формування портфеля”. Проте аукціонний метод поки що не зміг довести свою спроможність повністю замінити загальноприйнятий метод первинної публічної пропозиції акцій, тобто метод “формування портфеля”. Перше у вітчизняній практиці проведення IPO, яке було здійснене компанією “Ukrproduct Group”, базувалося на методі “формування портфеля”, і, мабуть, подальші публічні розміщення також проводитимуться за таким самим зразком⁴.

Говорячи про майданчик для розміщення IPO, слід зазначити, що українські компанії мають значні можливості для вибору. З одного боку, континентальна Європа може запропонувати більше десятка якісних торгових майданчиків (Deutsche Borse, Euronext, Мілан, Варшава, Копенгаген, Афіни, причому більшість з них створює майданчики альтернативного інвестування), з другого, Лондонська фондова біржа (LSE) вже не перший рік вважається недосяжним лідером, де зосереджено більшість європейських і світових IPO. Лондонська фондова біржа включає основний (main market) і альтернативний (alternative investment market — AIM) майданчики. Тільки за дев'ять місяців 2006 року на LSE було проведено IPO на загальну суму близько 35 млрд дол. Вимоги до компаній, що виходять на AIM, м'якші. Саме тут розміщувалися всі українські та більшість російських емітентів.

Діючий у рамках LSE альтернативний ринок інвестицій, у свою чергу, є внутрішнім лідером із залучення нових компаній, що зумовлено більш лояльними вимогами до них при виході на майданчик порівняно з основним. Головний документ, який потрібен від компанії, — це проспект емісії (admission document). За правилами AIM, у ньому повинна наводитися інформація про компанію, суть її бізнесу й юридичну структуру, директорат і вищий менеджмент, причини виходу на фондовий ринок, деталі розміщення (кількість акцій, їх вартість, загальний капітал), принципи корпоративного управління, чинники ризику для компанії та її діяльності, надаватися фінансова звітність за три останніх роки або звітність від початку створення компанії (якщо вона існує менше трьох років), висновки спеціального аудитора (reporting accountant) про достовірність поданої у фінансовій звітності інформації та обсяг оборотного капіталу для потреб компанії у 12-місячній ретроспективі, перелік власників великих пакетів акцій (більше 3%), процедури щодо призначення, заміни і повноважень директорів компанії, операції з суміжними сторонами, описання значущих угод компанії і багато іншого⁵.

Що робить Лондонську біржу привабливою для IPO іноземних компаній? Компанії з країн, що розвиваються, у першу чергу прагнуть розмістити свої акції на іноземних майданчиках з огляду на високу можливість забезпечення їх ліквідності. Потрапляння на Лондонський майданчик зміцнює довіру інвесторів,

⁴ Гулькин П.Г. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO). — СПб.: Аналитический центр “Альпари СПб”, 2004. — С. 49.

⁵ Дратун Д., Арутюнен Н., Евланчик С. Трезвый расчет очарованного странника // Компаниян. — 2006. — № 5. — С 45.

підвищує рейтинг випущених облігацій, отже, покращує умови майбутнього кредитування. Крім того, сприяє іміджу організації, адже розміщуватися в Лондоні престижно.

З точки зору ризик-менеджменту, здійснення IPO на більш розвинутому фондовому ринку є привабливим і за співвідношенням дохід/ризик. Дохід складається з двох компонентів: джерела коштів та іміджевих бонусів. Водночас існує ціновий ризик — ризик залучення коштів, менших від очікуваних сум, ризик часткової втрати контролю, ризик розкриття цінної для конкурентів інформації. На більш розвинутому ринку доходи вищі, а ціновий ризик менший.

Однак останнє велике українське IPO — компанії “Ferrexpo” — було здійснено саме на основному майданчику. На ньому ж розмістили свої акції донецький “Метінвест” і “Миронівський хлібопродукт”.

Однією з найпривабливіших бірж за співвідношенням вимог, вартості, термінів розміщення і можливого обсягу залучення коштів вважають Франкфуртську фондову біржу. Проте тут наразі відбулося лише одне українське розміщення — девелоперської компанії “NVV”. Готується розміщення там акцій “Мілкіленду”.

Рішення, на яку біржу виходити, керівництво компанії приймає за особистої участі інвестиційного консультанта. Принцип завжди один: йдуть туди, де гроші будуть для них дешевшими. З розвитком національних та регіональних бірж акцент зміщуватиметься на них. Також певну роль, звичайно, відіграє і питання просування того чи іншого майданчика, його маркетингової політики. Наприклад, коли Лондонська фондова біржа оцінила потенціал російських емітентів, вона почала маркетингові зусилля з їх залучення аж до надання особливих умов. Важливо також враховувати глобальний характер фондового ринку. Найчастіше ми можемо спостерігати, як основний обсяг розміщуваних акцій у Лондоні викуповують російські інвестори, а 4/5 емісії компанії з Росії — міжнародні фонди.

Компанії з обсягом капіталу в сотні мільйонів доларів США, зі сформованим бізнесом і чіткими планами розвитку віддають перевагу виходу на великі фондові майданчики. Водночас молоді компанії з капіталом у десятки мільйонів доларів США, які потребують коштів для розширення своєї діяльності, можуть проводити IPO, наприклад, на Варшавській біржі.

Накладні витрати при організації IPO можуть становити 10—15 % від суми залученого капіталу, причому працює правило: чим більшою є сума залучення, тим меншою буде частка цих витрат. У середньому залучення коштів на біржі дешевше, ніж кредити на фінансування через облігації.

Сума витрат на підготовку до розміщення акцій залежить від багатьох чинників: обсягу робіт із приведення компанії у відповідність до вимог бірж, вартості послуг радників і самої біржі, презентаційних витрат тощо. І менеджмент компаній, які вже вийшли на біржі, і представники фінансових компаній погоджуються, що мінімальна ціна організації IPO — мільйон доларів, хоча верхня межа може бути на порядок вищою, особливо в разі виходу на дорогі американські біржі.

Первинне розміщення акцій на закордонній біржі — дорогий спосіб залучення інвестицій. І компанія, яка робить такий крок, має розуміти всі пов'язані з ним вигоди і зобов'язання. Якщо прогнозований обсяг залучених коштів від IPO не перевищує 60—100 млн дол., є сенс подумати про інший формат залучення інвестицій.

Вважати, що витрати на IPO можна знизити, відмовившись від послуг фінансових консультантів і провівши всю підготовчу роботу силами власників і менеджменту підприємства, — це ілюзія. Насправді таке практично неможливо хоча б тому, що доступ до біржі мають тільки ліцензовані торговці. Крім того, підготовка компаній до IPO являє собою окрему сферу діяльності, яка включає ряд етапів — від реструктуризації бізнесу і впорядкування його фінансової звітності до оцінки діяльності за загальноприйнятими в інвестиційному середовищі методиками, підготовки комплексних інформаційних матеріалів (інвестиційного меморандуму), налагодження спілкування з потенційними інвесторами, організації роад-шоу і, власне, виведення акцій на біржу та проведення всіх супутніх фінансових розрахунків. Самій компанії це навряд чи під силу.

Наприклад, одна з “трійки” провідних аудиторів — компанія “Делойт” пропонує таку послугу, як IPO-діагностика. Вона вже реалізувала ряд успішних проектів з оцінки готовності компаній до первинної публічної пропозиції. IPO-діагностика, або оцінка готовності до IPO, — це перший крок на шляху ухвалення рішення щодо виходу компанії на фінансовий ринок. IPO-діагностика включає комплексний огляд діяльності компанії на предмет її відповідності формальним вимогам біржі, а також кращій світовій практиці. IPO-діагностика здійснюється в тому випадку, коли директори впевнені в можливості своєї компанії у найближчі три роки стати кандидатом на участь в IPO; дає директорам змогу “вперше” виділити питання, пов'язані з процесом підготовки до IPO, і переглянути стратегію роботи компанії; дозволяє визначитися, як найкраще репрезентувати компанію, щоб максимізувати вартість бізнесу та контролювати своєчасне виконання процедур з метою скорочення загальних витрат на IPO; демонструє реальність процесу IPO, оскільки під час проведення аналізу стану компанії найчастіше виявляються ті проблеми, усунення яких дозволить підвищити її вартість та скоротити витрати; проводить порівняно недорогий і швидкий аналіз ризиків до здійснення IPO з метою визначення пріоритетів та розробки плану підготовки компанії до виходу на біржу.

Слід зазначити, що в Україні вже накопичено достатній досвід залучення капіталу з допомогою IPO.

Першою 11—18 лютого 2005 року на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі провела IPO компанія “Укрпродукт” (точніше, її дочірня фірма “Ukrproduct Group”), що виробляє молочну продукцію. Компанія продала 27,21 % акцій, виручивши за це 6 млн англійських фунтів. На момент розміщення її ринкова капіталізація становила 43 млн дол., а на кінець 2006 року вона впала до 32 млн дол. Юридичним консультантом виступила компанія “Pricewaterhouse Coopers”.

У квітні 2005 року на ринок IPO на тій самій АІМ 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 дол.

“Cardinal Resources” і “Укрпродукт” здійснювали свої презентаційні заходи на хвилі зростання у світі інтересу до України відразу після “помаранчевої” революції та позиціонували себе як “перші українські компанії, що виходять на ринок IPO”. Це призвело до “перегріву” їхніх акцій. Коли ситуація в країні почала викликати у світового співтовариства розчарування, інвестори стали позбуватися цих паперів.

У грудні 2005 року девелоперська компанія “XXI століття” з допомогою дочірньої фірми “XXI Century Investments” розмістила на АІМ 37,5 % своїх акцій, виручивши 139 млн дол. Акції компанії купили 95 інвесторів із 12 країн. Юридичний супровід здійснювала компанія “Baker&McKenzie”. Капіталізація компанії за минулий рік зросла з 370 млн дол. на початку розміщення до 540 млн дол. На сьогодні акції компанії стабільно зростають і торгуються за більш як 9,7 фунта (за стартової ціни 5,4 фунта).

У серпні 2006 року на Варшавську фондову біржу вийшла компанія “Астарта-Київ”. Вона продала 20 % своїх акцій за 30 млн дол.; за півроку її капіталізація зросла на кілька відсотків.

Наприкінці травня 2007 року будівельно-інвестиційна компанія “ТММ” (точніше, дочірня кіпрська фірма “ТММ Real Estate Development”) розмістила на Франкфуртській біржі 13,11 % своїх акцій і залучила 104,9 млн дол. За результатами розміщення капіталізацію “ТММ” було оцінено в 800 млн дол. Увесь обсяг розміщення викупили великі іноземні інвестиційні фонди. У ролі фінансового консультанта й агента з розміщення виступив інвестиційний банк “Concorde Capital”. За перший тиждень котирувань акції компанії зросли на 8,3 % (до 12,4 євро), а її капіталізація — майже до 866 млн дол.

Практично одночасно, 1 червня, на АІМ було продано 100 % акцій (на суму 208 млн дол.) інвестиційного фонду “Dragon-Ukrainian Properties&Development PLC”, який спеціалізується на вкладеннях у нерухомість. Буквально за кілька днів котирування його акції зросли більш як на 34 %, а капіталізація досягла 280 млн дол. Консультантом виступила материнська інвестиційна компанія “Dragon Capital”.

15 червня 2007 року на основний майданчик Лондонської біржі вийшла компанія “Феггехро AG”, яка володіє 86 % акцій Полтавського ГЗК. Було продано 26 % акцій і одержано 420 млн дол. За підсумками торгів, капіталізація компанії становила 1,67 млрд дол., що наближалось до нижньої прогнозовної межі очікувань.

Можна було б згадати і десяток первинних розміщень акцій українських компаній на ПФТС, серед яких “Велика Кишеня” (12 % за 35 млн дол.), Родовід Банк (18,9 % за 47 млн дол.), “КР Publication” (20 % за 11 млн дол.), ВАТ “Концерн

“Галнафтогаз” (Львів) — 10 % від статутного фонду, ВАТ “Холдингова компанія “Автокраз” (Кременчук) — 5 %. Технічно їх теж можна вважати IPO, якщо не враховувати, що технології торгівлі, вимоги до емітентів і пул інвесторів на українських і міжнародних біржах серйозно відрізняються. Наступним етапом для цих підприємств може стати публічне розміщення акцій на ринках західних інвесторів. Серед структур, здатних провести там IPO, експерти називають великі металургійні компанії, оскільки металургійна галузь приваблює іноземних інвесторів. На 2008—2009 роки близько 30 компаній заявили про свої наміри провести IPO, серед них: Укргазбанк, Міжнародний іпотечний банк, банк “Надра” і Родовід Банк, “Союз-Віктан”, група “Олімп”, “Фуршет” та ін.

Закономірним шляхом одержання Україною інвестицій є залучення капіталу з допомогою IPO. Успіх проведення компанією первинної публічної пропозиції акцій залежить від дуже багатьох чинників: масштабів бізнесу, її намагань вести свою діяльність відкрито, репутації компанії та її популярності серед інвесторів, а також від загальної економічної ситуації в країні та світі, стану ринку цінних паперів.

Перспективами подальших досліджень у даному напрямі є більш детальний аналіз світових фондових ринків, законодавчих і нормативних актів, які регулюють порядок і процедуру емісії цінних паперів в Україні, розробка методики оцінки інвестиційної привабливості компанії — емітента цінних паперів, удосконалення механізму корпоративного управління для поліпшення відносин між підприємствами та інвесторами, розробка механізму оцінки капіталізації компанії при виході на ринок первинної публічної пропозиції акцій.