

*І.І. Рекуненко, канд. екон. наук, доц., Українська академія банківської справи НБУ*

## ІРО ЯК ПЕРСПЕКТИВНИЙ МЕТОД ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ ВІТЧИЗНЯНИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ

*У статті розглядається питання щодо залучення необхідного капіталу вітчизняними підприємствами за рахунок виходу їх на ринок первинного публічного розміщення акцій. Крім того, проаналізовано основні цілі та методи використання підприємствами IPO, переваги та недоліки, які отримав підприємство під час публічного розміщення акцій на ринку.*

*Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, фондова біржа, акції, інвестори, емітенти, акціонери, інвестиційний портфель, акціонерний капітал, первинне розміщення*

**Постановка проблеми.** На сьогодні все більше українських компаній серйозно розглядають вихід на ринки капіталів, зокрема залучення акціонерного фінансування як один з найважливіших кроків їх стратегічного розвитку. Численні спокуси і об'єктивно вигідні нові можливості публічних пропозицій акцій не можуть залишити власників і топ-менеджмент підприємств різних галузей байдужими.

Хотілось би також відзначити, що маючи на меті диверсифікованості методів залучення коштів для фінансування своєї діяльності, особливо в частині реалізації власних інвестиційних проєктів, українські компанії говорять про готовність використання відносно нового для української практики так званого публічного первинного розміщення або IPO.

**Аналіз останніх публікацій.** Сьогодні питання виходу вітчизняних підприємств на ринок первинних публічних розміщень приділяється значна увага як з боку власників підприємств-емітентів, так і з боку професійних учасників ринку, представників державних органів, вчених. Питанням IPO присвячено численні конференції, круглі столи, наради, а також праці Я. Міркіна, А. Рубана, П. Гулькіна, В. Єдронов, О. Шарпової та ін.

**Метою статті** є розгляд первинної публічної пропозиції акцій (IPO) як способу виходу українських компаній на світові фондові ринки.

**Виклад основного матеріалу.** Популярне нині слово IPO можна почути в інтер'ю практично всіх без винятку українських топ-менеджерів. Згадувати про підготовку до первинного розміщення акцій на закордонних фондових ринках сьогодні вважається гарним тоном. Чимало фахівців наголошують на тому, що IPO є дуже важливим інструментом, що дозволяє виходити на ринки капіталу, зокрема молодим компаніям, та залучати значні фінансові ресурси.

Виходячи з цього, постає питання стосовно визначення поняття та процедури IPO. IPO (Initial public offering) – це перинне публічне розміщення акцій серед інвесторів. Дана процедура може відбуватися на організованому ринку – фондовій біржі або позабіржовому ринку – серед інвестиційних фондів. У класичному розумінні IPO є розміщенням на фондовій біржі з включенням акцій в лістинг, при цьому покупцями можуть бути будь-які фізичні та юридичні особи.

До речі, коли йдеться про IPO, найчастіше мається на увазі процедура розміщення акцій на західних біржах – в Лондоні (зокрема AIM), Нью-Йорку. В той же час в Україні відомі випадки, коли компанії залучає кошти на вітчизняному майданчику – таке IPO можна позначити терміном "local IPO". Наприклад, local IPO здійснила компанія "Інтел Груп", яка в грудні 2005 р. залучила 27,5 млн. дол. шляхом продажу 10 % акцій через ПФТС. На думку експертів, незважаючи на те, що на продаж були виставлені вже наявні акції, це розміщення можна вважати IPO, оскільки продаж вперше здійснювався на біржі публічно.

Український середній бізнес готовий до виходу на міжнародні фондові біржі. Тоді як великі вітчизняні власники, пам'ятаючи про численні корпоративні конфлікти останніх років, з IPO зволівають.

Продаж пакетів акцій вітчизняних підприємств інвестиційним і пенсійним фондам Європи підтвердив готовність українського бізнесу виходити на ринок IPO. Донедавна єдиною можливістю для українських компаній вийти на міжнародні фондові ринки була випуск американських або глобальних депозитарних розписок (ADR, GDR). За даними Bank of New York, починаючи з 1998 року, ADR випустили понад 40 великих українських компаній. Однак тенденцією 2005-2006 рр. стали приватні розміщення акцій, які часто супроводжувались також випуском депозитарних розписок.

У класичному розумінні первинне розміщення акцій є цілком публічним процесом: акції

може придбати будь-яка зацікавлена особа – від фізичної особи до інвестиційного фонду.

Але деякі українські емітенти депозитарних розмісок або компанії, котрі продають акції в процесі приватних розміщень (тобто акцій компанії пропонуються обмеженому колу інституційних інвесторів на ринку), позиціонують продаж своїх паперів як повноцінний процес IPO. Насправді, окремі компанії випускають ADR третього, вищого рівня: такі похідні папери за вимогами до емісії та виходу на біржу трохи нагадують IPO.

Приватне розміщення за умовами, висуnutими до емітента, – як до його фінансової звітності, так і до якості корпоративного управління, – подібне до процедури IPO. Наприклад, приватне розміщення 10 % акцій банку “Форум” цілком

логічно можна порівняти з публічним розміщенням. Раніше банк був зовсім закритим підприємством, його акціями володіла обмежена кількість людей, а після приватного розміщення пакет паперів розподілився поміж кількома інституційними іноземними інвесторами, що можна вважати, зробило компанію публічною.

Найскрашшим прикладом Private Placement (приватного розміщення), може служити “Галинафтогаз”, власники якого “з прищом на IPO” здійснили відразу два приватні розміщення акцій обсягом 12 і 5 %, заробивши при цьому 17,5 млн. дол. і 9,5 млн. дол. відповідно.

IPO, як і будь-який публічний продаж акцій на організованому фондовому ринку, потребує дотримання безлічі правил і бюрократичних процедур (табл. 1).

Таблиця 1

Основні етапи проведення IPO

Дії	Термін
<b>Етап 1. До розміщення</b>	
1. Початок формування кредитної історії використання кредиту, вексельних та облигаційних проки	За 3-4 роки до розміщення
2. Приведення фінансової звітності відповідно до міжнародних стандартів	За 2-3 роки до розміщення
3. Оцінка альтернативних IPO джерел фінансування з огляду стратегічних цілей компанії та власників	Більш ніж за 1 рік до розміщення
4. Вибір банку-декаратера, за допомогою якого здійснюється: - визначення параметрів розміщення (обсягу розміщення, ціни акцій і справедливої вартості пакета акцій, торгового мейданчика, структури угоди, структури інвесторів); - розробка плану розміщення	За 3-4 роки до розміщення
5. Реалізація премоветингу: збір думок інвесторів та інвестиційних аналітиків щодо критеріїв оцінювання компанії такого самого типу, такої самої галузі, цієї самої країни на вибраному типі мейданчика цільовими інвесторами	-
6. Прийняття радою директорів рішення про випуск (або додатковий випуск) акцій	-
7. Формування проєктної команди, вибір партнерів: фінансового, юридичного консультанта, аудиторів, консультанта з маркетингу акцій <i>equities analyst &amp; bank consultant</i> згідно пошуку незалежного директора (часто іноземних громадян) та їх введення до складу ради директорів компанії	-
8. Проведення due diligence (власного дослідження компанії) юридичним консультантом, аудитором, фінансовим консультантом, банком-декаратером	За 10 місяців до розміщення
9. Оцінювання ціни вартості пакета, що розміщується (з результатами due diligence та оцінки індустріального ринку)	За 5 місяців до розміщення
10. Розкриття інформації про компанію серед широкого кола інвесторів	За 5 місяців до розміщення
11. Визначення цільової ціни акцій	За 3 місяці до розміщення
12. Випуск попереднього проєкту. Проведення аналізу проєкту емісії незалежним аудитором	За 0,5-1,5 місяців до розміщення
13. Організація roadshow: презентація компанії потенційним інвесторам	За 1-2 місяців до розміщення
14. Випуск остаточного проєкту. Проведення незалежного аналізу проєкту аудитором	За тиждень до розміщення
15. Розміщення акцій на біржі	
<b>Етап 2. Після розміщення</b>	
1. Робота з інвесторами, публікація регулярної звітності, підтримка корпоративного сайту (профілю інвесторів), розкриття суттєвих фактів з життя компанії, випуск аналітичних звітів, організація зустрічей топ-менеджменту на міжнародних форумах і ділових мейданчиках, зустрічей топ-менеджерів з великими інвесторами або фонд-менеджерами, організація прес-конференцій діяльності компанії	-
2. Повторне (і т.д.) розміщення	-

Складність процедури первинного відкритого розміщення акцій та вимогливість до самих емітентів при IPO, ніяк не повинні лякати вітчизняних компаній щодо залучення коштів у такий спосіб. Про це свідчать переваги використання процесу IPO позичальниками:

- завдяки залученню фінансування відбудеться оптимізація співвідношення власного і позикового капіталу;
- продаючи акції, компанія не бере на себе додаткових зобов'язань (як у випадку з кредитами) і не опиняється перед необхідністю виплачувати відсотки, як це відбувається після емісії облигацій;
- обсяг коштів, залучених за рахунок IPO, зазвичай є значно більшим ніж суми, отримані від кредитів або облигацій;
- залучення капіталу шляхом відкритого розміщення акцій часто призводить до найвищої вартості компанії за рахунок вищого відношення ринкової ціни акцій до прибутку на акцію в порівнянні з різними варіантами приватного фінансування. Таким чином, досить часто ступінь розмивання часток власності при такому варіанті фінансування виявляється менше ніж при інших варіантах (наприклад, якщо фінансування забезпечується за рахунок залучення венчурного капіталу);
- безповоротність залученого капіталу;
- дозволяє частково реалізувати інтерес акціонерів компанії до отримання доходу від продажу акцій;
- підвищується прозорість бізнесу;
- компанія стає більш привабливою для інвесторів і набуває позитивного іміджу на ринку.

Крім того, IPO також дає власникам можливість отримати ринкову оцінку компанії. У країнах колишнього СРСР (особливо в Росії) дотепер існує думка, що вже сама присутність компанії на міжнародному фінансовому ринку зазначає бізнес.

Однак прийнято вважати, що IPO лише по-слаблому інтерес податкових органів до конкретного підприємства. Отримуючи лістинг, наприклад на LSE (Лондонській фондовій біржі), компанія автоматично переходить зі сфери "сірого" у сферу "білого" бізнесу. Тому владні структури відповідно висувають до такої компанії значно менше претензій (зауважень).

Але, незважаючи на привабливість, первинне розміщення спричиняє ряд проблем:

- IPO є досить витратним та тривалим процесом (навіть у розвинутих країнах витрати на його здійснення у деяких випадках сягають 25 % від загального обсягу залученого капіталу);

- у ході IPO компанія стає максимально прозорою не лише для її акціонерів, а й для конкурентів, органів влади тощо;
- проведення первинного розміщення вимагає наявності прозорої схеми сплати податків, чіткого поділу інтересів акціонерів та менеджменту компанії, виконання договору з бізнес-партнерами;
- необхідність наявності кредитної історії;
- можливість появи "недружніх" акціонерів;
- в результаті виходу на IPO ліквідність підприємства може знизитися. Адже сам по собі продаж акцій не підвищує ліквідність фірми. У новоспечених "публічних" компаніях гостро стоїть питання створення спеціальної служби, яка контролювала б їх взаємини з інвесторами, аналітиками і ЗМІ.

Оскільки кожен емітент по-своєму унікальний, причини виходу на ринок публічних розміщень у кожної компанії-емітента свої. Проте якщо узагальнюючі висновки зробити все ж таки можна. Так, серед основних причин проведення IPO слід назвати:

- вихід або частковий вихід одного або декількох акціонерів. Мова йде про ситуацію, коли одночасно здійснюється публічне розміщення додаткового випуску акцій емітента і публічний обіг акцій попереднього випуску (випусків), що знаходяться у власності акціонерів;
- захист від можливого поглинання шляхом максимізації вартості;
- захист від "націоналізації";
- отримання ринкової оцінки бізнесу емітента, підвищення ділової репутації;
- перехід на нові стандарти управління і вихід на нові фінансові ринки (як частина стратегії);
- вихід на нових інвесторів, зняття бар'єру "вднієт з багатьох" компаній;
- зниження вартості запозичень;
- бажання власника максимально капіталізувати компанію-емітента.

Також серед мотивів, що лежать в основі ухвалення емітентом рішення про проведення IPO, можна відзначити позитивні приклади компаній-конкурентів, доступність (перш за все, технічна) організаторів торгівлі на ринку цінних паперів (рис. 1).

Проаналізувавши стан ринку первинних публічних розміщень акцій, необхідно зазначити, що зараз сприятливий час для проведення первинних публічних розміщень акцій (IPO) на міжнародних майданчиках.



Рис. 1. Фактори, які впливають на рішення компанії-емітента про проведення IPO

Минулого року у всьому світі проведено IPO на загальну суму 168 млрд. дол., що на 34 %

більше ніж в 2004 р. Це означає, що криза на міжнародному ринку IPO завершилася (у 2002-2003 рр. обсяги розміщення впали атричі), і ринок публічного розміщення акцій швидко зростає, причому великий внесок у цей процес роблять країни колишнього Радянського Союзу.

Але, на думку аналітика, буму первинних розміщень акцій українських компаній раніше ніж наступного року очікувати не варто. Процес підготовки до IPO зазвичай затягується не лише через тривалі процедури аудиту і реструктуризації бізнесу, а також виходу на абсолютно прозору бухгалтерію, та через придбання статусу публічної компанії. Постійно перебувати під пильною увагою інвесторів і фактично брати участь у формуванні певного сектора економіки нелегко. Тому за останні півтора року з десяти компаній, які розмістили свої акції на організованому ринку, тільки чотири пройшли процедуру IPO (табл. 2).

Таблиця 2

Первинне розміщення акцій вітчизняними підприємствами у 2005 р. – I півріччі 2006 р.

Компанія	Сектор економіки	Паке́т акцій %	Обсяг залучених коштів, млн. дол.	Формат розміщення
АтотРАЗ	Машинобудування	5	4,5	Приватне розміщення, випуск ADR
Галнефтогаз	Торгівля нафтопродуктами	12 5	17,5 9,5	Приватне розміщення, випуск ADR
ДіпроАзот	Хімія	7,5	7,3	Приватне розміщення
Дружківський машинобудівний завод	Машинобудування	9,9	5	Приватне розміщення
ЛуАЗ	Автомобілебудування	8	26	Приватне розміщення, випуск GDR на Франкфуртській біржі та ПФТС
Банк "Форум"	Фінанси	10	20	Приватне розміщення, випуск ADR
XXI століття	Будівництво	35,7	139	Публічне розміщення на AIM Лондонської біржі
Укрпродукт Груп	Харчова галузь	27,2	10	Публічне розміщення на AIM Лондонської біржі
Рейл Груп	Роздрібна торгівля	10	27,5	Публічне розміщення на ПФТС
Serdina Resources	Нафтова і газова промисловість	нд	20	Публічне розміщення на AIM Лондонської біржі

**Висновки.** Підсумовуючи вищевикладене, необхідно сказати, що кожне IPO – це позитивний крок для українського фондового ринку, який засвідчує не тільки про сміливість та ризиковість

емітента, але також і більшу відкритість та прозорість української економіки. Воно допомагає іншим емітентам стати на шлях відкритості та прозорості, тобто повернутися обличчям до інвестора.

#### Список літератури

1. Барейш І. IPO в Росії: альтернативний порядок // Ринок цінних бумаг. – 2006. – № 6. – С. 40.
2. Еронова В., Вжаова С. Інвестиції в акції, недооцінені при первинному розміщенні // Фінанси і кредит. – 2004. – № 30. – С. 16-19.
3. Кузнецов Д. IPO: "Плюсов" більше, чем "минусов" // Біржовое обозрение. – 2006. – № 7. – С. 18-19.
4. Спирин С., Приходкин Ю. Цели и мотивы первичного размещения акций // Біржовое обозрение. – 2006. – № 7. – С. 20-21.

5. Петроа В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок ценных бумаг = 2005. = №15. = С. 52-53.
6. Рубан А. Золотой дождь пролился из-за рубежа на украинские компании в прошлом году // Инвестгазета. = 2006. = № 6. = С. 10.
7. Рубан А. IPO определяет сознание // Инвестгазета. = 2006. = № 1-2. = С. 29.
8. Рубан А. Размещение акций: новые возможности привлечения капитала в Украину // Инвестгазета. = 2005. = № 22. = С. 29.
9. Румянцева С. Технологии та механізми IPO // Цінні папери України. = 2005. = № 26. = С. 10.
10. Шеварцова О. Публічні гроші // Контракти. = 2006. = № 6. = С. 16-20.

*Summary*

In the article the questions concerning the attraction of capital by national enterprises at the expense of appearance at the primary share market are showed. The author analyses the main purposes and reasons of IPO using by enterprises, advantages and disadvantages of public share placing on the market.

Отримано 10.04.2007