

ІНВЕСТИЦІЇ (ЗАКІНЧЕННЯ, ПОЧАТОК ДИВ. У №№30-31, 32-33)

Перша хвиля IPO-буму в Україні

Головне завдання – максимізація вартості компанії

За підрахунками Компанії ЗДАГДА у 2005 – першому кварталі 2010 років українські емітенти провели 59 значимих розміщень, залучивши майже 6,2 млрд. дол. США (табл. 1).

Найбільшими розміщеннями залишалися Kernel Holding S.A. (218 млн.+84 млн. дол. США), Мировіський хлібопродукт (322 млн. дол. США) і Fetexpro (219 млн. дол. США з відрахуваннями на користь Fevatomitino). В цілому у 2005-2008 роках відбувалося, що механізм залучення коштів через приватні і публічні розміщення м'ягше забезпечували компанії реального сектора ресурсами, достатніми для розвитку.

Можна стверджувати, що цей період був лише технологічним етапом, на рівні якого біржі, банки-депозитарії, інвестиційні компанії, юридичні консультанти і аудиторів відпрацьовували технології взаємодії і пошуку оптимальних варіантів. Вони нагромадили багато статистики для роботи над помилками, що дозволило у новому періоді зростання, на який, сподіваємося, доведеться, вийти на ринок більш серйозним гравиам.

Аналіз статистичних даних з 2005 по 2010 роки дозволив зробити серйозні висновки, які допоможуть емітентам і інвесторам краще розуміти процеси, що відбуваються на українському ринку за останні 5 років.

По-перше, абсолютна більшість емітентів проводила розміщення через свої мате-

ринські компанії, зареєстровані за кордоном. Тобто перед IPO або навіть приватним розміщенням вони структурували свій бізнес, будуючи схему корпоративного контролю так, що бізнес в Україні опинявся серед дочірніх структур, контрольованих холдинговою компанією, яка і залучала ресурси через розміщення. Найбільш популярними юрисдикціями у "наших" емітентів були: Кіпр, Британські території (острови Мен і Джерсі). Прийняття Закону "Про акціонерні товариства" поки що ніяк не вплинуло на правила структурування бізнесу перед розміщеннями.

Очевидно, що дорого до Лондона, Парижа або навіть Варшави для наших емітентів стає коротшою через Кіпр, Люксембург або острівні території. Відбувається це не стільки через недосконалість нашого корпоративного права, скільки за незручностей податкового законодавства для компаній, що залучають інвестиції з-за кордону. Ось чому в процесі підготовки до залучення капіталу на етапі структурування бізнесу ключовою роллю належить юридичним консультантам.

По-друге, на ринку послуг інвестиційних банків з проведень приватних і публічних розміщень, як і два роки тому, склалися трійка лідерів: Concorde Capital, Dragon Capital та ING. За нашими підрахунками, дві перші установи за обсягами проведених розміщень нині йдуть приблизно

Таблиця 2 Показники ринку акцій українських емітентів, які провели IPO на закордонних фондових біржах

№	Назва емітента	Дата розміщення	Майданчик (Біржа)	Капіталізація компанії на момент розміщення	Капіталізація компанії на 10 травня 2010 року
1	Ukrprodtorg Group (o. Джерсі)	Лютий 2005	AIM (LSE)	22,05 млн. фунтів	13,14 млн. фунтів
2	Cardinal Resources (Великобританія)*	Грудень 2005	AIM (LSE)	225,0 млн. фунтів	12,2 млн. фунтів
3	"ДніпроЗолот"	Серпень 2006	WSE	158,17 млн. дол.	421,0 млн. дол.
4	Astara Holding (Нідерланди)	Травень 2007	Deutsche Borse	516,12 млн. євро	186,51 млн. євро
5	TMM Real Estate Development (Кіпр)	Червень 2007	AIM (LSE)	116 млн. фунтів	105,94 млн. фунтів
6	Fetexpro (Швейцарія)	Червень 2007	LSE	847,72 млн. фунтів	1612,24 млн. фунтів
7	Kernel Holding S.A. (Люксембург)	Листопад 2007	WSE	613 млн. дол.	1210,91 млн. дол.
8	Landkom International (o. Мен)	Листопад 2007	AIM (LSE)	101,82 млн. фунтів	33,71 млн. фунтів
9	KDD Group N.V. ("Кіп-Домбас")	Грудень 2007	AIM (LSE)	323,43 млн. фунтів	74,87 млн. фунтів
10	Мировіський хлібопродукт	Квітень 2008	LSE	812,43 млн. фунтів	988,90 млн. фунтів

Джерело: Дані бірж, розрахунки Компанії ЗДАГДА

но поряд з невеликою перевагою на користь Dragon Capital. Тезу про те, що кількість не завжди гарантує якість, підтверджують розміщення, проведені ING, одне з яких за підсумками 2005-2009 років ми визнали кращим.

Загалом ми впевнені, що цей ринок остаточно не сформувався, і себе ще не проявили такі міжнародні компанії, як Трійка Діалог і Ренесанс Капітал. Досить непогано попрацювали над Мировіським хлібопродуктом UBS і Morgan Stanley. Великим емітентам, які розраховують на розміщення в сумі більше 200 млн. дол. США, можна порадити не експериментувати і довіритися андеррайтерам "першого ешелону", які визнані на міжнародному ринку (див табл. 1 у №30-31 "Україні Бізнес Ревю").

По-третє, вибір майданчика для проведення IPO також залишається дискусійним питанням, хоча за останні чотири роки найпопулярнішими українські компанії вважали Варшавську і Лондонську фондові біржі, вихід на які був апробований, відомі всі плюси і мінуси обох юрисдикцій. Водночас окремі комментатори, які самотійно ніколи не проводили IPO, на обидва майданчики навісили ярлики, що спотворюють деякі практичні аспекти розміщень на цих біржах.

Наприклад, вважається, що ВФБ більше підходить невеликим емітентам і там немає ліквідності. Але, аналізуючи статистичні дані, подані в табл. 1, нагадаємо, що де-факто найбільшим розміщенням в Україні, кошти від якого пішли не на вилату старих боргів, а використані компанією для нарощування виробничих потужностей, залишилося розміщення у Варшаві Kernel Holding S.A. Воно проходило 2007 року, а потім ще 84 млн. дол. США через SPO у березні 2008-го.

Свіжіший приклад – розміщення найбільшого страховика Польщі PZU, обсяг IPO якого, за попередніми даними, перевищив 2 млрд. євро. Польські аналітики визнають це

розміщення найбільшим за всю історію польського ринку капіталів, і важко не погодитися з тим, що навіть у не дуже сприятливий кризовий період воно наочно демонструє потенціал ВФБ, якого цілком вистачить для апетитів української компанії будь-якого масштабу.

Звичайно, оцінюючи підсумки IPO-буму в Україні, ми не змогли обійти питання ефективності інвестицій в акції наших компаній. Для аналізу ефективності відібрали всі IPO, які будь-коли здійснювали "українські емітенти" на закордонних майданчиках. Їх виявилось всього 10 (табл. 2).

Коли проводився аналіз ефективності, бракувало інформації про розміщення від бірж. Наприклад, Лондонська фондова біржа у своїй системі розкриття інформації через веб-сайт подавала статистику руху курсів лише за 12 місяців. Щоб довідатися, що відбувалося з емітентами більше року тому, необхідно було використовувати сучасніші інформаційні системи, наприклад Bloomberg. Проте на LSE нас повністю влаштували вимоги до розкриття інформації біржами.

Спіраючись на розкриття на LSE, через півроку-рік цілком можливо приступити до опису ситуації з українськими емітентами у Лондоні, оскільки правила біржі змушують емітента в добровільно-примусовому порядку розкривати важливу інформацію про акціонерів і результати роботи. Порівняння цих даних з інформацією, розповсюджуюваною в Україні, уможливило отримання цікавих результатів.

Deutsche Borse засмутила відсутністю деяких важливих показників по емітентах з України. Наприклад про TMM забули надати інформацію про ринкову капіталізацію на момент IPO, і за станом на початок травня її довели вищу курсів в повідомленнях інформаційних агентств.

До інформаційної системи WSE претензій не було.

Серед "кричущих" проблем прогнозовано виявилася якість звітності. Як ми пам'ятаємо, торги акціями українського девелопера

XXI Століття в 2009 році були припинені і відновлені лише в 2010-му після того, як компанія опублікувала річні та проміжні фінансові звіти, а також змінила фінансового радника – ING на Strand Partners.

Нагадаємо, що станом на 31 грудня 2008 року вартість портфеля проектів XXI Століття, за оцінкою компанії "СВ Richard Ellis", становила 474 млн. дол. США, порівняно з 2,18 млрд. дол. США станом на 30 червня того ж року. Настільки значне зниження вартості портфеля за короткий термін не пройшло безслідно. Інвестори на AIM відреагували жорстко: з моменту первинного розміщення до 10 травня 2010-го XXI Століття втратило 94,58% ринкової капіталізації. Нині капіталізація компанії оцінюється у розмірі 12,2 млн. фунтів. Технічно це найменша "українська" компанія за розміром капіталізації серед тих, які торгуються на закордонних майданчиках.

Формально найбільшою компанією за розміром ринкової капіталізації залишається Fetexpro. З моменту проведення IPO її ринкова капіталізація зростає на 90% і нині оцінюється в 1,6 млрд. фунтів. Якщо не врахувати на те, що частину коштів, залучених від первинного розміщення, компанія витратила на зменшення боргового навантаження, то її первинне розміщення можна вважати вдалим.

Водночас серед "українських" емітентів, що розмістилися за кордоном, існують й інші більш вдалі приклади. Наприклад, лідерами за зростанням капіталізації залишаються Astara Holding (+166%) і Kernel Holding (+97%), обидві торгуються на Варшавській фондовій біржі (рис. 1).

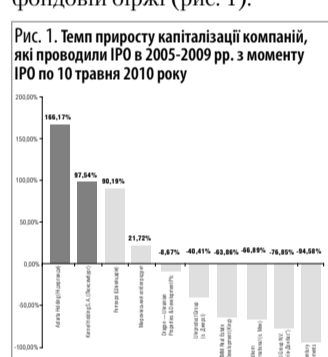


Рис. 1. Темп приросту капіталізації компаній, які провели IPO в 2005-2009 рр. з моменту IPO на 10 травня 2010 року

Kernel Holding нині залишається досить вагомим за розміром капіталізації емітентом. Станом на 10.05.2010 польські інвестори оцінили його в 1,2 млрд. дол. США. Нагадаємо, що компанія змогла успішно провести повторне SPO. Крім того, саме на Варшавській біржі Kernel Holding вдалося перебороти важливий психологічний бар'єр капіталізації в розмірі 1 млрд. дол. США. Зважаючи на приріст капіталізації компанії з

Таблиця 1 Основні приватні і публічні розміщення акцій українських емітентів в 2005-2010 роках****

№	Назва емітента	Сума залученого капіталу, \$ млн	Відсоток розміщуваних акцій від загальної кількості	Дата розміщення	Майданчик (Біржа)	Вид	Андеррайтер або фінансовий радник
1	Ukrprodtorg Group (o. Джерсі)	11,3	Н-Д	Лютий 2005	AIM (LSE)	IPO	Metrolor UK Ltd
2	Cardinal Resources (Великобританія)*	20,0	Н-Д	Квітень 2005	AIM (LSE)	IPO	Н-Д
3	"ДніпроЗолот"	7,3	10%	Вересень 2005	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
4	"Автограф3"	4,5	5%	Вересень 2005	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
5	Банк "Форум"	22,0	10%	Жовтень 2005	ПОТС - DB	PP	Concorde Capital
6	XXI Century Investments	138,7	35,7%	Грудень 2005	AIM (LSE)	IPO	ING
7	BAT "Рітейн Груп" (Велика Кішнена)	35,2	10%	Грудень 2005	ПОТС	PP	Dragon Capital
8	"Таннафотос"	27,0	10%	Счень 2006	ПОТС	PP	Concorde Capital
9	ЛуАЗ	26,0	8%	Счень 2006	ПОТС - DB	PP	Dragon Capital
10	Мегабанк	22,0	20%	Березень 2006	ПОТС	PP	Concorde Capital
11	Розовіа Банк	47,0	19%	Квітень 2006	ПОТС	IPO	Dragon Capital
12	Canik Development	26,0	100%	Травень 2006	Н-Д	PP	Dragon Capital
13	УкрІнбанк	36,0	20%	Червень 2006	ПОТС	PP	Dragon Capital
14	ІМВ Group (Кіпр, нінні банк Платіум)	32,0	46%	Листопад 2006	Н-Д	PP	Dragon Capital
15	КР Media	11,0	20%	Листопад 2006	ПОТС	IPO	Dragon Capital
16	Astara Holding (Нідерланди)	31,5	Н-Д	Серпень 2006	WSE	IPO	ING
17	Банк "Надра"	57,7	7,7%	Серпень 2006	Н-Д	PP	Dragon Capital
18	"Універсална" (страхова компанія)	11,3	15%	Серпень 2006	ПОТС	PP	Concorde Capital
19	"Таннафотос"	14,0	10%	Вересень 2006	Н-Д	PP	Concorde Capital
20	Anthonus Limited	34,0	7%	Вересень 2006	Н-Д	PP	Dragon Capital
21	"Великобританія (Фуршер)"	37,0	37%	Листопад 2006	ПОТС	PP	Dragon Capital
22	"Еквін" (МКС)	14,5	20%	Грудень 2006	ПОТС	PP	Concorde Capital
23	"Універсална" (страхова компанія)	15,8	19%	Травень 2007	Н-Д	PP	Ренесанс Капітал
24	ІМВ Group (Кіпр)	100,0	Н-Д	Травень 2007	Н-Д	PP	Dragon Capital
25	Факторіал-банк	5,8	9,9%	Травень 2007	Н-Д	PP	Dragon Capital
26	"Караган"	55,0	Н-Д	Травень 2007	Н-Д	PP	Ренесанс Капітал
27	"Дакор"	21,0	20%	Травень 2007	Н-Д	PP	Concorde Capital
28	TMM Real Estate Development (Кіпр)	105,0	13,1%	Травень 2007	Deutsche Borse	IPO	Concorde Capital
29	Sablink	48,0	73%	Червень 2006	Н-Д	PP	Dragon Capital
30	Dragon-Ukrainian Properties & Development Plc	20,0	100,00%**	Червень 2006	AIM (LSE)	IPO	Zimmerman Adams Int.
31	"Морор Сіті"	18,4	5%	Червень 2007	ПОТС	PP	Concorde Capital
32	"Морор Сіті"	18,7	6%	Червень 2007	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
33	"Вініфру"	12,3	24%	Червень 2007	ПОТС	PP	Альфа Канітан Україна
34	Fetexpro (Швейцарія)***	218,72	12%	Червень 2007	LSE	IPO	J.P. Morgan
35	"Укробанк Сіті" "УкрІнбанк"	42,0	20%	Листопад 2007	ПОТС / DB	PP	Dragon Capital
36	Waymore Holdings (Кіпр) – ТКК	39,6	22%	Грудень 2007	Н-Д	PP	Concorde Capital
37	"УкрІнбанк"	2,0	71,4%	Жовтень 2007	Н-Д	PP	Н-Д
38	Nord Star Pharmashare (Данія)	48,0	10%	Жовтень 2007	DB	PP	Concorde Capital
39	"Креатив Груп"	30,0	23,4%	Листопад 2007	Deutsche Borse	PP	Dragon Capital, Delphi Capital
40	Clubhouse Group Holdings	32,9	16,4%	Листопад 2007	Deutsche Borse	PP	Dragon Capital
41	Kernel Holding S.A. (Люксембург)	218,0	33%	Листопад 2007	WSE	IPO	ING
42	Landkom International (o. Мен)	110,5	54,9%	Листопад 2007	AIM (LSE)	IPO	-
44	KDD Group N.V. ("Кіп-Домбас")	130,0	19,6%	Грудень 2007	AIM (LSE)	IPO	ING і Ренесанс Капітал
45	Kremney Public Company (Ленд Вест компанія)	43,0	20,0%	Грудень 2007	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
46	СВ Retail Investments (Пако холдинг)	18,0	10,0%	Грудень 2007	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
47	Davento PLC (VK Development (Група Велика Кішнена))	61,4	10,0%	Грудень 2007	Deutsche Borse	PP	Dragon Capital
48	MCS Agrotech Holding (Оксернпорт)	56,1	24,4%	Березень 2008	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
49	Kernel Holding S.A. (Люксембург)	84,0	8,5%	Березень 2008	WSE	SPO	ING
50	Davento PLC (VK Development (Група Велика Кішнена))	77,8	12,3%	Березень 2008	Deutsche Borse	PP	Dragon Capital
51	United Media Holding (Український Медіа Холдинг)	45,0	15,0%	Травень 2008	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
52	Мировіський хлібопродукт	322,0	19,4%	Квітень 2008	LSE	IPO	UBS і Morgan Stanley
53	Mitya Agro (Кіпр)	90,1	20,0%	Листопад 2008	Deutsche Borse	PP	Dragon Capital
54	Sintal Agriculture Public Ltd (Кіпр)	34,5	15,0%	Серпень 2008	Deutsche Borse	PP	Concorde Capital
55	Landkom International (o. Мен)	3,5	10,0%	Березень 2009	-	PP	-
56	Sintal Agriculture Public Ltd (Кіпр)	13,0	17,2%	Жовтень 2009	-	PP	Concorde Capital
57	Агрохолдинг Авангард, АвангардІнвестментс (Кіпр)	42,0	25%	Листопад 2009	Deutsche Borse	PP	Phoenix Capital
58	АгроГенерейшн, SA (Франція)	17,4	9,99%	Березень 2010	Deutsche Borse (Euronext)	PP	-
59	Агрохолдинг Авангард, АвангардІнвестментс (Кіпр)	187,5	20%	Травень 2010	LSE	IPO	Troika Dialog (UK)

**** У жовтні 2007 року компанія отримала пропозицію від інвесторів з України частину акцій фонду випуску андеррайтерів Dragon Capital

*** Після 20% від залучення суми було передано компанії Fevatomitino, у таблиці зазначена сума, яку направили на розвиток бізнесу в Україні

**** Призначення з 2009 року розміщення на ПОТС перестали відраховуватися через свою формальність і неефективність

моменту розміщення майже на 100% і масштаб ринкової капіталізації, нам лише залишається визнати IPO Kernel Holding найбільш вдалим українським первинним розміщенням за кордоном у 2005-2009 роках.

А любителям посперечатися, який майданчик найкраще підходить для розміщень українських емітентів, можемо лише порадити звернути увагу на статистику темпів приросту ринкової капіталізації з моменту розміщення, подану на рис. 1. Зовсім невідповідно найбільший приріст капіталізації дали емітенти на ВФБ. Польські інвестори краще розуміють український бізнес, привернули їхню увагу реальніше, ніж інвесторів з Великобританії чи Німеччини. А впрікінці основне завдання менеджменту компанії – не проведення IPO заради IPO, а максимізація вартості компанії. **Підготовлено Компанією ЗДАГДА**

ДУМКА ФАХІВЦЯ



Ринок альтернативних інвестицій Лондонської фондової біржі (AIM) для українських компаній

Адам МИЦЬК, керуючий партнер CMS Cameron McKenna:

З початку своєї діяльності у 1995 році як Ринок альтернативних інвестицій, так званий AIM, майданчик Лондонської фондової біржі для невеликих та зростаючих компаній збільшив перелік своїх членів більш ніж на 3000 компаній, які залучили понад 60 млрд. фунтів стерлінгів початкового та додаткового капіталу. З них понад 500 компаній, зареєстрованих на AIM, проводять більшу частину своєї діяльності за межами Великобританії – у майже 100 країнах.

Першою з українських компаній до AIM приєдналася Dragon-Ukrainian Properties & Development plc, яка здійснила на цьому майданчику одне з найбільш успішних первинних розміщень акцій (IPO) у червні 2007 року, залучивши 208 млн. доларів США. Приєднуючись до AIM, кожна компанія повинна проаналізувати відповідальність і обов'язки, пов'язані з листингом, ок-

рема, ринкові коливання, різноманітні інтереси всіх акціонерів, а також зв'язати на більш прискіпливі погляди з боку як інвесторів, так і аналітиків, які на неї будуть звернуті.

Слід розуміти, що AIM інюді надається критиці, але існуючий на ньому баланс розумного рівня регулювання при наданні доступу до капіталу для розвитку бізнесу забезпечує, що відсоток компаній з поганими показниками несуттєво відрізняється від відсотку, який існує на основному ринку Лондонської фондової біржі.

Розміщення на AIM надасть українській компанії цілий ряд переваг, притаманних листингу та котируванню на міжнародному фондовому ринку, без необхідності виконувати обтяжливі регуляторні вимоги, які існують на багатьох інших ринках світу. AIM приваблює широкий спектр інвесторів, від заможних фізичних осіб до інституційних інвесторів, і всі вони шукають нових інвестиційних можливостей.

ПРОФЕСІЙНІ ОБ'ЄДНАННЯ

Новації не повинні погіршувати умови діяльності

Асоціації фондового ринку обговорили і узгодили пропозиції до проекту Податкового кодексу

Як вплинуть на діяльність професійних учасників ринку цінних паперів нові механізми проекту Податкового кодексу, які його норми стимулюватимуть розвиток фондового ринку, а які ускладнюватимуть залучення в економіку країни фінансових ресурсів? Представники УАІБ, ПАРД, АУФТ і ПФТС спільно опрацювали проект пропозицій