

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки

Ефективна  
ЕКОНОМІКА

Дніпропетровський державний  
аграрно-економічний університет



№ 8, 2011

[Назад](#)

[Головна](#)

УДК 338

Т. В. Кутовий,  
президент холдинга «Райз»

## ПЕРВИННЕ РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ У ПРАКТИЦІ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ

*Стаття містить стислий огляд динаміки IPO українських компаній та причин незначного використання IPO в практиці фінансування їх господарської діяльності.*

*The article includes a brief overview of the dynamics of an IPO of Ukrainian companies and the reasons for the insignificant use of IPOs in the practice of financing their business.*

**Ключові слова:** первинне публічне розміщення, фондова біржа, альтернативний майданчик

**Ключевые слова:** первичное публичное размещение, фондовая биржа, альтернативная площадка

**Вступ.** Необхідність фінансування потреб розвитку бізнесу зумовлює попит суб'єктів господарювання на довгострокові ресурси. Україна має великий інвестиційний потенціал, який перебуває в центрі уваги світової спільноти. Про це свідчить стійкий інтерес до нього з боку найкрупніших світових бірж Deutsche Börse (Німеччина), Singapore Exchange (Сінгапур), Hong Kong Exchanges & Clearing (Гонконг), SWX Swiss Exchange (Швейцарія), а також проведення вже традиційного щорічного "Українського інвестиційного саміта" в Лондоні<sup>[1]</sup>.

Іноземні інвестиції і кредити є сьогодні фактично єдиним істотним джерелом капіталу для українських компаній. Водночас вітчизняні бізнесові структури поки що не досить активно використовують ресурси міжнародних ринків первинних розміщень (IPO) для фінансування своєї господарської діяльності. Кількість здійснених первинних розміщень акцій українських емітентів та обсяг залучених ресурсів за період 2005 – 2010 рр. є невеликими. Отже, IPO, будучи одним із дієвих та перспективних способів залучення іноземного капіталу, залишається відносно новим для вітчизняної практики.

### Аналіз останніх наукових досліджень і публікацій.

Проблематика первинного публічного розміщення акцій розглядається у численних наукових працях. Зокрема теоретичним аспектам цього процесу присвячено дослідження таких зарубіжних учених, як Я. Миркин, В. Овчинников, Дж. Бут, Д. Бредлі, Дж. Бред, П. Конвей, Д. Крейг, А. Мелло, Е. Міллер, Дж. Ріттер, М. Роні, Л. Філд, Р. Фіш, А. Шерман, П. Шпіндт, П. Шульц та ін.

Однак в Україні проблематика здійснення IPO українськими компаніями поки що не знайшла адекватного висвітлення в наукових публікаціях. Рівень наукового опрацювання найбільш важливих аспектів механізму первинного публічного розміщення акцій не відповідає сучасним потребам української економіки. Отже, теоретичні та практичні аспекти IPO в Україні перебувають у стадії розробки.

**Постановка завдання.** Мета статті полягає у стислому висвітленні результатів аналізу практики здійснення IPO українськими емітентами акцій, визначенні причин поки що незначної в масштабах України ролі IPO як способу фінансування виробничої діяльності національних господарюючих суб'єктів.

**Результати дослідження.** Initial Public Offering (IPO) – зроблена вперше пропозиція інвесторам стати акціонерами компанії. Інвестори вкладають кошти в акції компанії, сподіваючись на подальше зростання вартості цих акцій, вищий за альтернативні варіанти інвестування рівень дохідності за акціями, отримання дивідендів. Ліквідність акцій, тобто можливість їх швидкого продажу і повернення інвестиції, збільшує привабливість акцій для інвесторів; участь акцій компанії в біржових торгах дозволяє сформувати ринкову вартість акцій та підвищити їх ліквідність.

IPO широко використовується в практиці фінансового забезпечення компаній за рубежом. У IV кварталі 2010 р. на ринках IPO Європи тривала позитивна динаміка зростання кількості розміщень та обсягів залучених коштів. Очікується, що такі тенденції триватимуть і поточного року, що дасть змогу європейським фондовим ринкам достойно конкурувати зі світовими лідерами IPO, зокрема з Китаєм та США.

За даними компанії Pricewaterhouse Coopers, у IV кварталі 2010 р. на європейських ринках найбільшими за обсягом залучених коштів були IPO компаній Enel Green Power – 2 264 млн. євро, Gjensidige Forsikring – 1 356 млн. євро, Pandora – 1 227 млн. євро, Mail.ru Group – 669 млн. євро та Statoil Fuel&Retail – 577 млн. євро. Лідерами за обсягом залучених коштів серед фондових майданчиків Європи були London Stock Exchange (Великобританія) – 5 649 млн. євро, Oslo Bors&Oslo Axess (Норвегія) – 1 972 млн. євро, а також міжнародна група бірж NASDAQ OMX – 1 286 млн. євро. Лондонський майданчик посів перше місце й за кількістю розміщень (52 IPO). За ним ідуть Warsaw Stock Exchange (Польща) – 40 IPO та Deutsche Borse (Німеччина) – 10 IPO.

У звітному періоді найбільша активність щодо укладання угод IPO, як і у попередніх кварталах, спостерігалася у секторі промислових товарів та послуг (21 розміщення), а також у секторі інвестиційного бізнесу (15 IPO), технологічному секторі (13 IPO), вугільній промисловості (12 IPO), секторі фінансових послуг (7 IPO), фармацевтики та біотехнологій (7 IPO) та секторі нерухомості (7 IPO). Експерти компанії Pricewaterhouse Coopers вважають, що повернення до рекордних показників 2006 – 2007 рр. є малоймовірним. Разом із тим за відсутності будь-яких несподіваних фінансових чи політичних потрясінь у країнах Європи, а також завдяки позитивним тенденціям, що спостерігалися на європейських фондових ринках минулого року, останні зможуть розпочати новий рік вдало. Зокрема слід очікувати на збільшення кількості розміщень та обсягів залучених коштів [5].

Згідно з інформацією компанії Pricewaterhouse Coopers, у IV кварталі 2010 р. на європейських ринках було здійснено 130 IPO, у результаті яких залучено 10 113 млн. євро.

У цілому за весь минулий рік на фондових біржах Європи відбулося 381 IPO на загальну суму 26 322 млн. євро. Така кількість проведених угод виявилася утричі більшою у порівнянні з 2009 р. (126 IPO), а обсяг залучених коштів зріс у 3,7 разу (показник 2009 р. становив 7 112 млн. євро). Попри зазначені позитивні результати, у 2010 р. Європа посіла лише третє місце серед світових ринків за показником обсягу залучених коштів. Незмінним лідером залишається Китай. Зокрема торік на китайському ринку (який представлений фондовими біржами Гонконгу, Тайваню, Шанхая та Шенчженя) у цілому було здійснено 519 розміщень на загальну суму 97 883 млн. євро. При цьому Гонконзька біржа користується популярністю у інвесторів завдяки активному залученню компаній із інших країн [5].

За своєю економічною суттю публічне розміщення акцій спрямоване на широкий загал заздалегідь не визначеного кола інвесторів. Цей інструмент головним чином повинен використовуватись компаніями, чії акції включені до біржових реєстрів, для залучення фінансування на біржах, де основними гравцями є інституційні інвестори.

У процесі підготовки та здійснення IPO компанія досягає нового ступеня свого розвитку, оскільки внаслідок обов'язку надавати періодичні фінансові звіти, своєчасно розкривати інформацію, яка може вплинути на вартість акцій, стає публічною та відкритою. Публічність компанії дає їй можливість отримати нові зв'язки, забезпечити швидке зростання, якість та розвиток виробництва, підвищити рівень корпоративного управління через запровадження посади незалежних директорів.

Багато в чому успіх IPO компанії залежить від біржі, на якій він здійснений. Вибір біржі залежить від масштабів самої компанії та планів щодо залучення капіталу. Українські емітенти акцій найчастіше виходять з IPO на Лондонську та Варшавську фондові біржі (ВФБ). Порівняно з Лондонською біржею, обсяги угод на Варшавській біржі в кілька разів менші, але й вимоги до компанії ліберальніші. Варшавська фондова біржа, яка проводить активну експансію на ринки сусідніх країн, ще в червні 2008 р. відкрила своє представництво в Києві. Зараз на ВФБ котируються акції понад 400 компаній, але іноземних серед них майже мало (менше 40), при цьому українці серед них твердо тримають перше місце.

Варшавська фондова біржа – перша в Європі за кількістю IPO як в першому, так і в другому кварталах 2011 (разом як на регульованому, так і на альтернативному ринках) (Таблиця 1) [5]. Понад половина акцій на ВФБ зараз розкупується місцевими резидентами, найактивніші з яких – пенсійні фонди. Це пояснюється польським законодавством, за яким до поточного року громадяни щомісяця відраховували на користь пенсійних фондів 7% доходу, а ті, своєю чергою, були зобов'язані інвестувати 50% отриманих вносів у цінні папери на польській біржі. Зараз через зміну законодавства ставка відрахувань громадян зменшена до 2%, отже у недалекому часі у багатьох пенсійних фондів може утворитися дефіцит інвестиційних коштів.

Згідно з прогнозами фахівців, європейські фондові біржі (лондонський майданчик), крім укладання угод IPO внутрішніми емітентами, активно залучатимуть на

свої ринки компанії з країн із економікою, що розвивається. У разі відсутності альтернативних майданчиків, дуже обмежена кількість українських емітентів була б здатна пройти лістинг на фондових біржах за багатьма критеріями, у тому числі за розміром власного капіталу та наявністю будованої фінансової звітності, укладеної відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності за останні 3 роки.

**Таблиця 1.**  
**Кількість та обсяг IPO на Європейських фондових біржах**  
**(разом: регульовані та альтернативні фондові ринки)**

IPO в Європі в першому кварталі 2011 р.			IPO в Європі в другому кварталі 2011 р.		
Біржа	Кількість IPO	Обсяг	Біржа	Кількість IPO	Обсяг
WSE	45	120	WSE	55	600
LSE Group	25	1971	LSE Group	36	10661
Luxembourg	7	110	Nasdaq OMX	12	198
NYSE Euronext	6	43	NYSE Euronext	10	34
Oslo Børs	4	468	Luxembourg	8	205
Deutsche Boerse	4	244	Deutsche Boerse	6	959
Nasdaq OMX	3	3	Oslo Børs	3	257
BME	2	-	SIX Swiss	2	81
			Wiener Boerse	1	366
			BME	1	5

Джерело: PwC, IPO Watch Europe, Q1 and Q2 2011 reports [ ]

Першою українською компанією, яка здійснила публічне розміщення акцій на західному ринку ще в 2005 р., стала Ukrproduct Group – компанія, яка займається випуском, дистрибуцією і торгівлею молочною продукцією. В результаті розміщення 27,2% своїх акцій на Alternative Investment Market (AIM) Лондонської фондової біржі компанія залучила інвестицій на суму близько 6 млн. фунтів стерлінгів, які були спрямовані на модернізацію двох молочних заводів. Слідом за нею в 2005 р. нафтогазовидобувна компанія Cardinal Resources залучила 10600000 фунтів стерлінгів на AIM, спрямованих на збільшення обсягів видобутку нафти і газу. Наступною була інвестиційна компанія «XXI століття», яка залучила 139 млн. дол. на AIM.

У 2007 р. агрохолдинг «Кернел» за період від старту на з IPO на Варшавській фондовій біржі (ВФБ) збільшив свою капіталізацію в 3,5 разу. Його первинне розміщення, в ході якого було залучено понад 200млн. дол., визнано найкращим в регіоні Східної та Центральної Європи. Сьогодні «Кернел» входить до двадцятки емітентів, чії акції формують індекс ВФБ.

У минулому 2010 р. на IPO вийшло 6 компаній: французька агрогрупа AgroGeneration, яка має активи в Україні (розміщення 25% акцій на 12 млн. євро на NYSE Euronext), «Авангард» (розміщення 20% акцій на 188 млн. дол. на Лондонській фондовій біржі), «Агротон» (розміщення 26,2% акцій на 54 млн. дол. на Варшавській фондовій біржі), «Мілкланд» (розміщення 22,4% акцій на 60 млн. євро у Варшаві), «Садова Груп» (розміщення 25% акцій на 30,4 млн. дол. у Варшаві), «Агроліга» (розміщення 16,67% акцій на 1 млн. євро у Варшаві). Сумарно українські компанії залучили від IPO в 2010 р. близько 371 млн. (прогнози на минулий рік варіювалися в межах 0,3 – 1,5 млрд. дол.) [9].

Аналітики ВФБ провели дослідження динаміки вартості акцій українських компаній з моменту проведення IPO на західних біржах. За останні п'ять років 12 компаній, у яких базові активи розміщені на території України, провели операції з розміщення акцій (що мають ознаки IPO) на закордонних біржах. Тільки п'ять з дванадцяти IPO українських компаній, проведені за останні п'ять років, виявилися вдалими і принесли інвесторам, які купили папери, прибуток.

Найбільш вдалими вкладенням інвесторів в акції української компанії стала покупка паперів агропромислового холдингу Астарт під час її IPO в серпні 2006 року, коли її папери коштували 19 злотих. Зараз акції цього холдингу торгуються на ВФБ за ціною, близькою до 80 злотих. Таким чином, інвестори, купивши акції Астарт при розміщенні, могли отримати за весь цей час близько 319% прибутку (середня прибутковість - 75% річних).

На другому місці за прибутковістю також компанія з агропромислового сектора – АТ Кернел Груп. За даними офіційного сайту компанії, публічне розміщення Кернел Груп охоплювало 22.766.750 акцій, 16.671.000 з яких становили акції нової емісії. Емісійна ціна становила 24 зл. За три роки з моменту проведення IPO (листопад 2007-го) акції АТ Кернел Груп подорожчали на 162% (54% річних). Завдяки коштам, які компанія отримала від емісії (400 млн зл. бруто) Кернел Груп зміцнила позицію лідера на українському ринку, а додаткові засоби дали змогу зреалізувати інвестиційні плани:

- будівництво нового маслоекстракційного заводу в Україні,
- збільшення виробничої потужності,
- купівлю портового елеватора та пункту переладунку,
- поглинання та консолідацію галузі.

Первинне розміщення компанії на ВФБ покращило фінансові і виробничі показники:

- прибуток нетто зріс в порівнянні з першим півріччям минулого року на 544%;
- об'єм продажу зріс в порівнянні з першим півріччям минулого року на 94%, що пояснюється суттєвим збільшенням переробки соняшника.

Потужність АТ Кернел Груп була негайно помічена інституційними інвесторами, які купили великі пакети акцій. 5% поріг участі в капіталі компанії перейшли великі фінансові установи, такі як Evergreen Financial Limited, Capital Research and Management Company, BZ WBK AIB AM.

Майбутнє компанії є також оптимістичним. Прогнози правління товариства на кінець березня 2011 р. свідчать про те, що протягом поточного року товариство отримав прибуток розміром 610 млн. дол., перед нарахуванням доходу на прибуток, процентів і амортизації (EBITDA) — 102 млн. дол., а чистий прибуток становитиме 63 млн. дол.

До трійки лідерів належить також компанія Ferrgexo plc (підприємство з гірничо-металургійного сектора), яка є найбільшим виробником і експортером залізрудних окатишів в Україні (маркетинговий представник Полтавського ГЗК). Первинне розміщення пройшло в червні 2007 р. на Лондонській біржі, під час якого інвестори оцінили капіталізацію всієї компанії в 1,7 млрд. дол. Розміщення відбулося за ціною близько 1,4 фунта стерлінгів за акцію. Зараз папери Ferrgexo стоять близько 3,6 фунта, подорожчавши за 3,5 року на 154% (45% річних) [6].

Крім зазначених вище компаній, позитивну історію IPO має ПАО «Миронівський хлібопродукт» - один із лідерів агропромислового комплексу України, що працює на вітчизняному ринку з 1998 року. Його папери подорожчали з моменту проведення IPO в Лондоні в травні 2008-го на 20,6% (8,2% річних) [8].

Результати IPO інших українських компаній, є різними. У двох компаній - Агротон (зміна ціни склала +4,6%) і Авангард (-6,6%) - відсутність відчутної позитивної динаміки може пояснюватися тим, що розміщення їх акцій проведене тільки в 2010 р. (Авангард - в травні, а Агротон - у листопаді). А ось обвальне падіння котировок паперів інших емітентів відображає тотальне погіршення ставлення інвесторів до певних секторів економіки або ж незадовільну оцінку інвесторами самих компаній. Наприклад, акції всіх підприємств з девелоперського або будівельного бізнесу, незалежно від результатів їх роботи, подешевшали на 32-95%. Крайній результат з девелоперів продемонстрував фонд DUPD, ціна його акцій за 3,5 року зменшилася майже на третину (32,6%). Найбільшого співчуття викликають інвестори, які взяли участь у першому IPO української будівельної компанії – «XXI Століття». Зараз вартість цих паперів у 20 разів менша (-95,3%), ніж у грудні 2005 року під час первинного розміщення.

Втім, вартість акцій будівельних компаній зараз погано корелює з їх фінансовим станом. Наприклад, вартість акцій компанії ТММ на 85% нижча, ніж в момент проведення IPO, хоча компанія відносно успішно пережила кризу і на даний момент активно функціонує.

Серед нових розміщень на основному майданчику Варшавської фондової біржі в останньому кварталі були чотири українські компанії: Industrial Milk Company, KSG Agro, WESTA ISIC, Ovostar Union.

Українські дослідники зазначають, що національним законодавством передбачено низку обмежень, які перешкоджають розміщенню акцій українських емітентів за межами України, основними з яких є наступні [3]:

- акції українських емітентів можуть бути номіновані тільки в національній валюті, номінальна вартість акції обов'язково повинна бути зазначена в сертифікаті акцій (1 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р.);
- переважне право існуючих акціонерів акціонерного товариства на придбання акцій додаткової емісії (у разі закритого (приватного) розміщення акцій) (ч. 2 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 і ст. 27 Закону України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2008 р.);
- об'єм цінних паперів українських емітентів за межами України потребує дозволу (далі – «Дозвіл») Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі - ДКЦПФР) (п. 4 ч. 2 ст. 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р.);
- для отримання вищевказаного Дозволу ДКЦПФР український емітент зобов'язаний дотримувати такі вимоги: (I) мати лістинг за попередніми випусками цінних паперів на будь-якій українській фондовій біржі або на торгово-інформаційній системі; (II) мінімальний розмір статутного капіталу емітента повинен становити не менше 5 млн. грн.; (III) розміщення цінних паперів за межами України може бути здійснено на суму, яка не перевищує 25% (двадцять п'ять) відсотків статутного капіталу емітента; (IV) емітент зобов'язаний дотримувати положення валютного законодавства України (яке абсолютно не пристосоване для подібних трансакцій); (V) цінні папери, розміщені в зарубіжних юрисдикціях, не можуть бути повернуті в Україну протягом 18 (вісімнадцяти) місяців з моменту їх розміщення; (VI) облік права власності на цінні папери, які обертаються за межами України, повинен здійснюватися відповідно до вимог законодавства України про депозитарну діяльність (дана умова є досить непривабливою для іноземних інвесторів і може негативно вплинути на ціну розміщення, а також на деякі інші вимоги).

При цьому, в процесі надання Дозволу ДКЦПФР на свій власний розсуд визначає, яким чином і на яких біржах і торговельно-інформаційних системах за межами України можуть розміщуватися акції українського емітента.

У зв'язку із зазначеними проблемами і труднощами в Україні досі не було здійснено жодного прямого виходу українських емітентів на IPO в іноземних юрисдикціях.

**Висновки.** Ефективне забезпечення інвестиційного попиту сприяє зміцненню конкурентних позицій фірми, окремих галузей, всієї країни та формує привабливі перспективи застосування світового капіталу на нових ринках.

Плануючи здійснення IPO, українським емітентам у першу чергу слід звертати увагу на біржі, які мають альтернативні ринки (спеціально створені майданчики, куди допускаються емітенти, які не відповідають вимогам біржі щодо проходження лістингу), наприклад, Лондонську фондову біржу, Люксембурзьку фондову біржу, Франкфуртську фондову біржу, Віденську фондову біржу, Варшавську фондову біржу.

Невідповідність вищезгаданих положень українського законодавства вимогам зарубіжних фондових бірж, а також активне втручання ДКЦПФР в процес прийняття емітентом рішення щодо умов розміщення акцій та відсутність чіткої процедури отримання дозволу на обіг акцій за рубежом, призводять до фактичної неможливості прямого розміщення акцій українських емітентів на іноземних фондових біржах.

Для стимулювання використання IPO та підвищення результативності IPO українських емітентів слід ґрунтовно змінити нормативну базу. Усе це має підвищити інтерес зовнішніх інвесторів як до самих компаній безпосередньо, так і до українського фондового ринку загалом та сприяти появі внутрішніх інвесторів.

#### Література

1. Задорожна Р. Первинне публічне розміщення цінних паперів як засіб розвитку фондового ринку України / Р. Задорожна // Економіст. - 2006. - №4. - С.48-50.
2. Кукса В. Это сладкое слово IPO / В. Кукса // Зеркало недели. – 2007. – № 35. – С. 4.
3. Лысенко Д. Выбор юрисдикции для проведения IPO: юридические аспекты / Д. Лысенко, Ю. Кирпа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kisilandpartners.com>.
4. Майорова Т.В. IPO як форма залучення інвестиційного капіталу / Т.В. Майорова // Фінанси України. – 2010. – № 6. – С. 80-88.
5. Офіційний сайт компанії Pricewaterhouse Coopers [Електронний ресурс] – Режим доступу: [www.pwc.com/ua/ru](http://www.pwc.com/ua/ru).
6. Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ferrexpo.com>.
7. Офіційний сайт АТ Кернел Груп [Електронний ресурс] – Режим доступу: [www.kernel.ua](http://www.kernel.ua).
8. Офіційний сайт ПАО "Миронівський хлібопродукт" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mhp.com.ua>.
9. Електронний ресурс. – Режим доступу: <http://www.prostobiz.ua>

*Стаття надійшла до редакції 19.08.2011 р.*

[1] 16 – 18 травня 2011 р. відбувся 7-й саміт, у якому взяло участь 350 делегатів з 20 країн.



ТОВ "ДКС Центр"