

IPO. ЯК ЦЕ ВІДБУВАЛОСЯ...

На початку нинішнього року перша українська компанія — “Укрпродукт Групп” успішно випустила і розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі. Інтерв’ю, яке сьогодні ми пропонуємо вашій, шановні читачі, увазі, публікується з дозволу редакції щоденної всеукраїнської газети “Киевские ведомости” — www.kv.com.ua, де воно було вміщено у блоці “Деловые ведомости” в № 75 (3461) за 14 квітня ц. р. під заголовком “У США набагато дорожче”.

Дмитро Драгун

Партнер “Trust Capital Group”,
фінансовий директор Ukrproduct Group LTD,
кандидат економічних наук

Впродовж 1994–1996 років працював директором по операціях з іноземною валютою Національного банку Білорусі. З 1997 р. по 2004 р. — старший компаньйон у дослідженнях у сфері фінансів Templeton College, University of Oxford (Великобританія). Також з 2004 р. є партнером “Trust Capital Group” та фінансовим директором і членом ради директорів Ukrproduct Group LTD.

У 1995 р. захистив кандидатську дисертацію в Академії наук Білорусі за спеціальністю “міжнародні фінанси”. В 1996–1997 рр. продовжив навчання в Oxford University, де здобув ступінь MBA, а протягом 2001–2003 рр. навчався в CFA Institute в Сполучених Штатах, де отримав ступінь CFA® (сертифікований фінансовий аналітик).



Вихід на фондову біржу не робиться лише для залучення грошей, він вирішує багато інших завдань. Формується капіталізація бізнесу, його власники знають, скільки він коштує. З точки зору бухгалтерського обліку, в “Укрпродукту” різко збільшився акціонерний капітал. 30 червня минулого року він складав 4,5 млн. фунтів, після IPO — вже понад 12 млн. фунтів.

У скільки обійдеться первинне розміщення акцій стандартній вітчизняній компанії, чому вигідніше обирати Великобританію, ніж Штати, скільки при цьому буде посередників?

Про це розповів головний фінансовий директор (CFO — Chief Financial Officer) першого українського емітента — “Укрпродукт Групп”, головний організатор процесу розміщення, а також директор компанії “Trust Capital Group” Дмитро Драгун.

— Чому “Укрпродукт” вирішив провести саме IPO, а не взяти кредит в українському або іноземному банку чи випустити облігації?

— Причин три. Перша — необґрунтовано висока вартість та недостатня “довгота” боргового фінансування в Україні. Ефективний бізнес так не фінансують. Акціонерний капітал, на відміну від позичкового, — безстроковий. Друга — ринок цінних паперів України неліквідний, “неглибокий” і залишиться таким в найближчому майбутньому. На такому ринку реальної вартості компанії (капіталізації) не побудуєш. Третя — стандарти корпоративного управління, прийняті на Лондонській фондовій біржі, дозволяють компанії добитися в розумні строки визнання з боку міжнародних ринків капіталу.

Крім цього, виходом на IPO ми створили компанії “Укрпродукт Групп” надзвичайно потужний фінансовий важіль для розвитку бізнесу.

— Можна було отримати кредит у зарубіжному банку.

— Так, але за тривалістю процесу, складністю та всіма іншими параметрами він навряд чи відрізняється від залучення коштів шляхом IPO. Але це не головне — вихід на біржу не робиться лише для залучення грошей, він вирішує багато інших завдань. Формується капіталізація бізнесу, його власники знають, скільки він коштує. Капіталізація просто необхідна, щоб банки почали по-іншому з тобою розмовляти — як в Україні, так і за її межами. З точки зору бухгалтерського обліку, в “Укрпродукту” різко збільшився акціонерний капітал. 30 червня минулого року він складав 4,5 млн. фунтів, після IPO — вже понад 12 млн. фунтів. Це розширює здатність позичати гроші. Наприклад, в банку розраховують коефіцієнт debt/equity (борг до акціонерного капіталу) або debt/EBITDA (борг до прибутку до вирахування відсотків, амортизації і податків). При використанні будь-якого із цих показників збільшення equity збільшує можливість залучення позичкових ресурсів.

Різко змінилася якість бізнесу з точки зору Групи як корпоративного позичальника. Від-

Веб-сторінка компанії
“Укрпродукт Групп”
в мережі Інтернет —
www.ukrproduct.com.

разу після IPO чотири найбільші банки України заявили, що готові фінансувати нас через облігації або позики на суму понад 10 млн. дол. По дохідності ми забезпечуємо зараз позичкове фінансування не більше 11–12% у гривнях, хоча навіть для найбільших підприємств пропонувані банківські ставки знаходяться на рівні 16–18%. У валюті максимум дійшли би до 10% при 12–14% по ринку.

— І все-таки великий завод, у якого є основні фонди, нематеріальні активи і трудовий колектив, також чогось коштує.

— Безумовно. Можливо, такому підприємству навіть не потрібно ставати публічною компанією, тому що з точки зору бізнесу його все влаштовує. Розміщення акціонерного капіталу — це виведення компанії на іншу ступінь розвитку. Якщо б, наприклад, перед “Запоріжсталлю” стояло завдання стати найбільшим у світі виробником сталі, то знадобилося би стрибкоподібне збільшення капіталу. При приватному статусі, а це фактичний стан “Запоріжсталі”, це абсолютно неможливо. Наведу приклад з “Укрпродукт Груп”. У нас до моменту розміщення акцій всі відкриті кредитні лінії становили орієнтовно 2,6 млн. фунтів. Плюс акціонерний капітал — чотири з половиною мільйони фунтів. На публічному ринку ми відразу ж залучили майже стільки ж. Цього ніколи не досягнути іншими способами фінансування.

Така ж ситуація в усьому світі. У Франції склалася так звана континентальна модель, там прийнято, що компанії фінансуються банками. У Британії і Сполучених Штатах, навпаки, переважає англосаксонська модель, коли компанія залучає ресурси через ринок акціонерного капіталу. В обох моделях є плюси і мінуси, але найбільші за рівнем капіталізації в світі компанії — саме англосаксонського типу. І навіть, наприклад, “Даймлер-Крайслер”, який начебто відноситься до континентальної моделі, насправді працює за англосаксонськими принципами.

І ще. Це може звучати дивно для українського середовища, але після IPO нам просто не дозволено не бути професіоналами. Зараз в середині компанії почалася абсолютно жорстка розмова. На рівні “ти йдеш, тому що ось цього не робиш”, “чому ми на цьому ринку, а не на тому?”. Ми стали ще більш дисциплінованими. Тому я вважаю, що, за інших рівних умов, публічний бізнес більш ефективний. Наприклад, є, умовно, приватне підприємство. Ефективний це бізнес чи ні? Моє перше

припущення — ні: це не публічна компанія, а якщо й публічна, то за українськими критеріями. Якщо б вони були публічними за британськими стандартами, то пройшли б через таку “м’ясорубку”, що фундаментально змінили б свій підхід до бізнесу.

— Чи легше стало залучити кредит на Заході?

— Теоретично так, а практично — ні. В усьому світі банківське фінансування прив’язане до країни походження: британський банк кредитує британські підприємства, український — свої. За кордоном в банках нам скажуть: “країнні ризики”. Це створює проблеми, тому що українські банки, в своїй більшості, не оцінюють вартість бізнесу, а дивляться на “залізо” і кажуть — ось ваша застава вартість. Це смішно, але вони так працюють. Добра розмова у нас виходить з зарубіжними банками, які працюють в Україні, — вони більш орієнтовані на оцінку бізнесу в комплексі, а не тільки застави.

— Скільки тривала підготовка до проведення IPO?

— Ми звикли вважати, що рік. У 2002 році, працюючи в Оксфорді, я познайомився з одним із основних акціонерів “Укрпродукт Груп”, у якого виникла ідея залучити фінансові ресурси шляхом виходу на Лондонську фондову біржу. На той момент це виглядало абсолютно ненормально. У листопаді 2003 ро-

До моменту розміщення акцій на Лондонській фондовій біржі всі відкриті кредитні лінії “Укрпродукт Груп” становили орієнтовно 2,6 млн. фунтів. Плюс акціонерний капітал — чотири з половиною мільйони фунтів. На публічному ринку компанія відразу ж залучила майже стільки ж. Цього ніколи не досягнути іншими способами фінансування.



Веб-сторінка Лондонської фондової біржі — www.londonstockexchange.com.

ку я почав обдзвонювати брокерів в Англії, щоб знайти агентів, які нам будуть допомагати, — щоб акції компанії могли котируватися на Лондонській фондовій біржі, потрібний радник, так званий nominated advisor (nomad). Я зателефонував десь 30–40 фахів-

Важливу роль відіграє те, де мати первинне котирування і навіть. Стандарти корпоративного управління, професіоналізм підприємства незмінно пов'язуються поки що з кращими фондовими ринками світу — Нью-Йоркською і Лондонською фондовими біржами. Є ще таке питання, як valuation, — за скільки можна продати 25% компанії. Оскільки на Заході більше грошей, вони готові більше платити.

цям і майже від всіх почув замаскований еквівалент висловів “чи ти в своєму розумі?” і “Україна — це там, де Сьєрра-Леоне?”.

Спочатку інтерес був дуже обмежений, але у лютому 2004 року знайшовся один помад. У березні ми його змінили, бо перейшли до організації, яка одночасно була і номадом, і брокером. Це різні речі — помад просто документально прикріплює до біржі, а брокер допомагає залучити гроші через інвестиційні фонди Великобританії.

Дещо раніше, приблизно з січня 2004 року, почалась реструктуризація компанії у форму, зрозумілу інвесторам. Ми перевели внутрішню звітність і процедури у відповідність до формальних і неформальних вимог Лондонської фондової біржі до публічних компаній. Тоді ж почалась підготовка, а потім і проведення міжнародного фінансового і юридичного аудиту. Паралельно ми попередньо вивчали інтерес інституціональних інвесторів Великобританії до нашої компанії. Все це тривало до вересня-жовтня 2004 року. Одночасно змінювалася свідомість. Важко описати, але між приватною і публічною компанією — прірва. Інша ступінь відкритості, нові стандарти корпоративного управління.

А вже в жовтні-листопаді 2004 року почалось власне залучення грошей — road shows. Брокер організував зустрічі з інвестфондами, які могли б у нас вкласти гроші на стадії IPO, а ми проводили маркетингові презентації. Почали в листопаді, одночасно з розпадом “помаранчевої революції”. *Financial Times* два тижні рясніла заголовками... За тиждень ми провели напевно 15 зустрічей, інвестори сприйняли нас добре, але сказали:

довою біржі, і акції купили 18 інституційних і 33 приватні інвестори. Ми вважаємо це величезним успіхом як для компанії, так і для України в цілому, жартома порівнюючи цю подію з виходом першої людини у космос.

— *Вважається, що легше вийти з IPO на російський ринок. Крім того, у США знаходяться в обігу ADR кількох українських підприємств. Чому ви вибрали Великобританію?*

— Тут важливу роль відіграє те, де мати первинне котирування і навіть. Стандарти корпоративного управління, професіоналізм підприємства незмінно пов'язуються поки що з кращими фондовими ринками світу — Нью-Йоркською і Лондонською фондовими біржами. Є ще таке питання, як valuation, — за скільки можна продати 25% компанії. Оскільки на Заході більше грошей, вони готові більше платити. Ми продали 27,2% компанії за шість мільйонів фунтів. Ніколи би ми стільки не отримали тут або на біржах країн колишнього СРСР, включаючи Росію.

Якщо говорити про ADR, то необхідно було зробити лістинг в Україні і в Росії. В Україні немає достатніх, визнаних за її межами корпоративних стандартів управління, тому котируватися і випускати ADR, наприклад в Нью-Йорку або Лондоні, нелогічно. У Росії не хотіли робити випуск тому, що там інвестори і професійні консультанти розпечені величезними нафтогазовими компаніями. Що таке для “Газпрому” оплата роботи брокера в розмірі 1% від угоди? 20–30 млн. дол. для нього не сума. А середні компанії, як наша, такі гроші платити не будуть — і не платили!

— *У скільки обійшовся вам весь проект?*

“11 лютого 2005 року нас включили у лістинг Лондонської фондової біржі, і акції купили 18 інституційних і 33 приватні інвестори. Ми вважаємо це величезним успіхом як для компанії, так і для України в цілому, жартома порівнюючи цю подію з виходом першої людини у космос”...

Дмитро Драгун.

Партнер “Trust Capital Group”, фінансовий директор Ukrproduct Group LTD.

“Тепер ми знаємо, що Україна, виявляється, — нормальна країна, але під час революції ми не можемо дати фінансування”. Ми повернулися до них у другий-третій тиждень січня 2005 року і провели другий раунд маркетингових презентацій. За два тижні відбулося десь 25 презентацій. Отримали commitments — підтвердження обіцянки реальних грошей. Ось, власне, і все. 11 лютого нас включили у лістинг Лондонської фон-

— У вісімсот тисяч фунтів. Туди віднеслося все, що ми витратили для отримання публічного статусу компанії. Наприклад, витрати на проведення міжнародного аудиту. Головний елемент в цій сумі — це винагорода, яку отримує брокер. В усьому світі вони звикли брати винагороду у вигляді відсотків від залучених коштів. У нашому випадку це було п'ять процентів від суми — 300 тис. фунтів. І це далеко не найвища плата як в абсолютному, так



і відносному вираженні. Наприклад, російська “Система” при виході на Лондонську фондову біржу заплатила набагато більше.

— *Скільки буде коштувати IPO для української компанії середньої руки, якщо вона буде виходити на Лондонську фондову біржу?*

— Звучить як реклама, але якщо з допомогою компанії “Trust Capital Group”, то в стільки ж, в скільки це обійшлося і “Укрпродукту”. Відразу скажу, що сума дуже поміркована. Адже ця цифра навіть у випадку “Укрпродукту” могла становити два мільйони фунтів — ми проходили весь шлях самі і знаємо, кому і як НЕ платити. Наприклад, відома російська компанія Highland Gold Mining вийшла на Лондонську фондову біржу у 2002 році, так їм IPO обійшлося в чотири мільйони фунтів. Тут як на ринку — ціни не фіксовані. Ми вгадали, тому що не платили, скупилися, вимагали визнати, що ми унікальні, перші з України — всі методи були. Вони говорили “плати”, а я заявляв: “У нас немає бюджету”, що було правдою на той момент. Вони погрожували: “Ми зараз припинимо роботу”. Я відповідав: “Ну й припиняйте, тоді взагалі все втратите”. Одним словом — бізнес як він є.

До речі, я знаю, що зараз кілька українських компаній знаходяться у стадії вибору агентів для виходу на Лондонську фондову біржу і схиляються до великих імен в Англії, які зобов’язуються провести для них всю роботу й організувати процес. Моя порада: не плекайте ілюзій. Ніхто за вас нічого не зробить, вартість “великих імен” буде астрономічною, а результат — негарантованим. Головний принцип — “голова” процесу повинна знаходитися в Україні.

— *Ви можете порівняти вартість IPO в США і Великобританії?*

— У США те ж саме обійшлося б на 30–50% дорожче. Перш за все, через комунікації. Одна справа літати з Києва у Лондон, і то це потребує зусиль, часу і грошей, а інша — в США. Друге — у Сполучених Штатах інше середовище інвесторів. Це суспільство, де люди і юридичні особи один одного переслідують у судах. Там всі особливо стурбовані, щоб все було правильно зроблено (*compliance*). Рай для юристів, а він коштує великих грошей. Легальні послуги у Великобританії і пов’язаних юрисдикціях нам коштували 100 тис. фунтів. Я впевнений, у США те ж саме коштувало б в два-три рази дорожче.

— *Чим вони пояснюють таке ставлення? Ви ж платите гроші.*

— Я досі не вловлюю логіки. В чомусь з нашого боку відбувається “самобичування”, і ми ще за це платимо, тому що вони знають, як нам краще це зробити. Інша справа, що все закінчується добре. Якщо ми хочемо вийти і залучити капітал на цивілізованому ринку, то повинні відповідати цивілізованим вимогам. Вони висували вимоги, і ти або їх дотримуєшся, або ні. Агенти просто нав’язували правила.

За програмою Міжнародного IPO-Форуму “Перспективи українських компаній на ринках первинних публічних розміщень”, на другий день його роботи — 6 жовтня запланована доповідь Дмитра Драгуна. Її тема — це, власне, ситуаційна вправа для учасників: “Ukrproduct — практичний досвід IPO української компанії”.

Зараз кілька українських компаній знаходяться у стадії вибору агентів для виходу на Лондонську фондову біржу і схиляються до великих імен в Англії, які зобов’язуються провести для них всю роботу. Моя порада: не плекайте ілюзій. Ніхто за вас нічого не зробить, вартість “великих імен” буде астрономічною, а результат — негарантованим. Головний принцип — “голова” процесу повинна знаходитися в Україні.

ГЛОСАРІЙ

Андеррайтер — на ринку цінних паперів — сторона, яка гарантує емітенту виручку від продажу випуску цінних паперів. Фактично андеррайтер купує цінні папери в емітента і перепродує їх інвесторам. Зазвичай в якості андеррайтера виступає інвестиційний банк. **Синдикат андеррайтерів** — група інвестиційних банків, що створюється на нетривалий час, щоб забезпечити продаж нового випуску цінних паперів за ціною, встановленою у попередній угоді. Синдикат андеррайтерів очолює провідний андеррайтер.

Біржовий брокер — фінансовий посередник, який займається купівлею-продажем цінних паперів за рахунок і за дорученням клієнта. Брокер, який виконує доручення клієнта, має бути офіційно зареєстрований біржею. Біржовий брокер не стає власником цінних паперів; одержує за роботу комісійні; не несе відповідальності на виконання угоди.

Валовий спред — оплата послуг андеррайтерів, що зазвичай складається з трьох компонентів: комісійних за продажу акцій; оплати послуг з андеррайтингу та оплати послуг менеджера IPO.

(Початок. Продовження — на 14-й стор.).