

# В ЛОНДОН ЗА ГРОШИМА...

**С**ьогодні, коли багато українських компаній вивчають можливості залучення коштів шляхом IPO, корисним буде вивчення досвіду наших сусідів — російських компаній. А в них і справді є чому повчитися.

*Первинне розміщення акцій російських компаній має вже майже десятирічну історію. А нинішній рік взагалі можна вважати визначним для російських компаній у плані залучення коштів на Лондонській фондовій біржі — за сім місяців шість компаній отримали 3,6 млрд. доларів.*

Первинне розміщення акцій російських компаній має вже майже десятирічну історію. Проте останні два роки російські підприємства були дуже активними в залученні капіталу через IPO. Збільшилась як кількість компаній-емітентів, так і обсяг коштів, що залучаються через IPO. А нинішній рік взагалі можна вважати визначним для російських компаній у плані залучення коштів на Лондонській фондовій біржі (LSE). За перші сім місяців поточного року шість компаній отримали 3,6 млрд. доларів.

Якщо взяти до уваги, що посередники — організатори проведення IPO отримують приблизно 3% від вартості розміщених акцій, то не важко підрахувати, що на російських компаніях було зароблено 108 млн. доларів. Такі суми є досить суттєвими навіть для LSE, і вони дозволили посісти росіянам чільне місце серед найбільших клієнтів. Причому не тільки найбільших, але й одних з найважливіших.

## ДЛЯ ДОВІДКИ

**Секція альтернативних інвестицій (AIM)** — спеціалізована секція Лондонської фондової біржі. AIM надає підприємствам з усіх країн та галузей економіки можливість доступу до ринку капіталів на початковому етапі їх розвитку. Зараз на AIM торгуються акції 1.900 компаній. Секція альтернативних інвестицій пропонує простіші правила для включення до лістингу, ніж основна секція. Як, наприклад, відсутність вимог щодо мінімального обсягу акцій, що знаходяться у вільному обігу; відсутність історії котирування; відсутність вимог щодо мінімального рівня ринкової капіталізації; документи компанії переглядаються переважно самою Лондонською фондовою біржею, а не державними органами Великої Британії.

Існує достатньо поширена думка, що здійснення російськими компаніями IPO на західних біржах — це не засіб залучення коштів, а намагання вивести капітал з країни. Проте треба відзначити, що здійснення IPO на LSE є процесом тривалим, складним, таким, що вимагає залучення різних посередників, і до того ж прозорим. Навряд чи знайдуться бажаючі використовувати IPO на Лондонській фондовій біржі для виведення капіталу з своєї країни. Існує чимало інших простих схем, що дозволяють власникам підприємства вивести гроші з країни.



Олег Кін'яєв

Порівняно з російським ринком, Лондон пропонує доступ до значно ширшого кола інвесторів, які не мають можливості інвестувати в російські компанії безпосередньо в РФ. Це дуже важливо, якщо взяти до уваги той факт, що серед тих, хто вкладає гроші в акції російських компаній, більше половини становлять іноземні інвестори. Так, можна бачити, що максимальна сума, яку вдалося залучити на внутрішньому ринку, становить лише 151 млн. доларів. Крім того, існуючі законодавчі обмеження в РФ не дозволяють провести підготовку та розміщення акцій товариства достатньо швидко. А вимоги AIM Лондонської фондової біржі порівняно з російськими виглядають простими та зрозумілими.

Якщо ж порівнювати AIM LSE з такими фондовими площадками, як Нью-Йоркська фондова біржа та NASDAQ, то Лондон пропонує доступ до майже такого ж кола інвесторів, маючи при цьому значно простіші вимоги для включення до лістингу. Про це свідчать і факти: за нинішній рік російські компанії зробили шість IPO на Лондонській фондовій біржі, в той же час останнє розміщення російських акцій у Нью-Йорку було здійснено у жовтні минулого року, коли металургійна компанія "Мечел" розмістила свої акції на Нью-Йоркській фондовій біржі. На думку експертів, привабливість Уолт-Стріту суттєво зменшилася через жорстке законодавство, запроваджене у США після серії корпоративних скандалів.

Серед інших факторів, що впливають на рішення російських компаній щодо лістингу на LSE, — престиж Сіті — ділової частини Лондона, та агресивна кампанія самої біржі, спрямована на залучення східноєвропейських емітентів на біржу.

Проте не тільки законодавче середовище і статус Лондона, як світового фінансового центру, змушує російські компанії робити лістинг у Лон-

okinyayev@ifc.org  
Тел.: (044) 490-64-00

доні. На думку аналітиків, включення до лістингу відомої іноземної фондової біржі служить страховкою від політичного ризику та допомагає захистити права власності вдома, в Росії. Якщо компанія має багато іноземних міноритарних акціонерів, то це створює певні труднощі для переслідування владою товариства. Звичайно, що не багато керівників російських компаній вірять у те, що включення до лістингу на LSE або наявність крупних іноземних інвесторів повністю захистить від свавілля податкової чи Кремля. Всі дуже добре пам'ятають про досвід ЮКОСА, акції якого знаходилися в лістингу в Нью-Йорку. Усвідомлюючи зростаючі політичні ризики, пов'язані з веденням бізнесу, російські бізнесмени намагаються диверсифікувати свої активи та забезпечити можливості для виходу напередодні президентських виборів 2008 року.

Серед інших важливих причин проведення IPO саме зараз — це вдалий вибір часу. По-перше, проведення лістингу в 2007-му або 2008 році

кими масштабами обсяги видобутку нафти. Проте належні їй потенційні запаси нафти можуть зробити Уралз Енерджи однією з найбільших нафтових компаній Росії.

Акції компанії Новатек також користувалися неабияким попитом серед інвесторів на LSE, що дозволило продати акції за максимальною ціною. Попит на цінні папери російського незалежного виробника газу перевищив пропозицію в 13 разів. Організатори IPO Новатек не забарилися з реалізацією опціону на купівлю 1,7% акцій компанії. Компанія Новатек не робила додаткового випуску акцій для проведення IPO, планується, що частка отриманих акціонерами коштів повернеться в компанію у вигляді банківських кредитів. Компанія Новатек є найбільшим незалежним виробником газу в Росії. За минулий рік обсяги реалізації зросли на 46% — до майже 900 млн. доларів, а чистий прибуток за цей же період зріс ще більше: на 73% — до 200 млн. доларів.

Таблиця 1. Найбільші за розмірами IPO російських компаній, в порядку зменшення

Ранг	Назва компанії	Дата лістингу	Галузь	Частка статутного фонду, %	Залучені кошти, млн. дол.	Біржа
1.	АФК Система	14 лютого 2005 р.	Телекомунікації	19	1560	LSE
2.	Новатек	21 липня 2005 р.	Газ	17	878	LSE
3.	Пятерочка	11 травня 2005 р.	Мережа супермаркетів	30	598	LSE
4.	Євразхолдинг	8 травня 2005 р.	Металургія	10	422	LSE
5.	МТС	червень 2000 р.	Телекомунікації	15	305	NYSE
6.	Мечел	жовтень 2004 р.	Металургія	10	291	NYSE
7.	Вімм-Білл-Данн	лютий 2000 р.	Продукти харчування	25	207	NYSE
8.	ЕКЗ "Лебедянський"	березень 2005 р.	Виробництво соків	20	151	MMББ, РТС
9.	Концерн "Іркут"	березень 2004 р.	Авіація	23	127	MMББ, РТС
10.	Уралз Енерджи	4 серпня 2005 р.	Нафта	32	114	LSE
15.	Рамблер Медіа	10 червня 2005 р.	Інтернет	27	40	LSE

**Примітки:** LSE — Лондонська фондова біржа; NYSE — Нью-Йоркська фондова біржа; ММББ — Московська міжбанківська валютна біржа; РТС — Російська торгівельна система. — цим кольором виділено IPO, що проводилися на LSE в 2005 році і, як видно з таблиці, за обсягом залучених коштів вони були найбільшими.

— напередодні президентських виборів, під час яких більшість інвесторів займають вичікувальну позицію, може бути дуже проблематичним. По-друге, саме зараз відчувається суттєвий попит на російські акції, відсутність пропозиції інших IPO, які б пропонували високий рівень прибутку. Якщо подивитися на результати розміщення в нинішньому році, то попит у переважній більшості IPO перевищував пропозицію. Останнє за часом IPO російських компаній було проведено Уралз Енерджи. Під час IPO попит на акції перевищував пропозицію в п'ять разів. А інвестиційний банк Morgan Stanley, що займався розміщенням акцій компанії, реалізував свій опціон на купівлю додаткових 4,6% акцій компанії. Планується, що залучені кошти підуть на розвиток існуючих активів компанії та реструктуризацію заборгованості. Уралз Енерджи має зовсім невеликі за російсь-

Досить вдалим можна назвати й IPO мережі супермаркетів Пятерочка. Хоча акції були розміщені лише за мінімальною ціною, експерти підкреслюють, що компанія була оцінена в 20 разів вище, ніж її показник EBITDA<sup>1</sup>. Це дуже високий коефіцієнт, для підприємств галузі звичайне значення цього показника становить 10–12. Мережа супермаркетів Пятерочка не робила додаткової емісії для IPO, її засновники продали частки власних пакетів. Таким чином, гроші, отримані від розміщення акцій у Лондоні, не повернулися до компанії, а пішли до кишені її засновників. За словами одного з керівників, компанія не потребує капіталовкладень в поточний момент, і керівництво не розглядало IPO, як можливість отримати плату за свою роботу. Мережа магазинів Пятерочка володіє понад 460 супермаркетами в Росії, Ук-

Серед інших факторів, що впливають на рішення російських компаній щодо лістингу на Лондонській фондовій біржі, — престиж Сіті — ділової частини Лондона, та агресивна кампанія самої біржі, спрямована на залучення східноєвропейських емітентів на біржу.

<sup>1</sup> EBITDA — прибуток до сплати процентів, податків та амортизації.

раїні та Казахстані. Її річний оборот в минулому році становив майже 1,6 млрд. доларів, а прибуток — майже 100 млн. доларів.

Євразхолдинг — друга російська металургійна компанія після “Мечела”, якій вдалося зробити IPO. І хоча попит на акції Євразхолдинга всього в півтора раза перевищував пропозицію, ціна акцій була на досить високому рівні. На думку фахівців, якщо б це були не акції російської компанії, інвестори навряд чи платили б таку ціну за акції. Спочатку президент компанії Євразхолдинг заявляв, що холдинг має достатньо власних коштів і не має намірів щодо виходу на міжнародний ринок капіталів. Крім цього, він також вважав, що вартість отримання коштів за рахунок випуску облігацій значно дешевше, ніж проведення IPO. Проте думки керівництва змінилися, і керівництво оцінило IPO, як необхідний і логічний крок в розвитку Євразхолдинга, що повинен надати компанії необхідний поштовх для подальшого придбання активів. Євразхолдинг — одна з найбільших вертикально інтегрованих російських металургійних та гірничо-добувних компаній з річною виручкою в 5,9 млрд. доларів та чистим прибутком близько 1 млрд. доларів.

Про зацікавленість до акцій АФК Система свідчить той факт, що ціна на її акції протягом першого торгового дня постійно зростала, а організатори IPO компанії — CS First Boston та Morgan Stanley відразу реалізували опціон на купівлю 2,5% акцій від статутного фонду. IPO АФК Система є найбільшим за розмірами серед усіх IPO, здійснених російськими підприємствами. З урахуванням реалізованого організаторами IPO опціону, всі надходження від додаткового випуску акцій становили 1,56 млрд. доларів. За планами керівництва, отримані під час IPO кошти мають бути використані на придбання інших активів у телекомунікаційній галузі.

Успішно пройшло перше серед російських Інтернет-компаній IPO Медіа-компанії Рамблер. Не зважаючи на негативні фінансові показники, всі запропоновані акції були викуплені інвесторами. За відсутності попиту на Інтернет-компанії в середині Росії, Рамблер намагалася залучити кошти, що потрібні компанії для розвитку та укрупнення бізнесу. Крім того, і це, можливо, більш важливе для Рамблера, включення акцій до лістингу в Лондоні дозволить підвищити статус компанії та досягнути зовсім іншого рівня довіри з партнерами. Компанії Рамблер належить друга за популярністю в російському Інтернеті пошукова система та інші медійні активи. В 2004 році обсяги реалізації становили 12,5 млн. доларів, а чистий збиток — 4,4 млн. доларів.

Перелік компаній, які збираються вже найближчим часом здійснювати IPO, досить довгий, за різними оцінками таких підприємств в Росії кілька десятків. Загалом інтереси інвесторів, які шукають нові можливості для вкладання коштів, співпадають з бажанням власників російських підприємств залучити кошти на міжнародних ринках шляхом IPO. Серед підприємств, що практично готові до IPO, — Новолипецький металургійний комбінат (НЛМК). НЛМК — третій за розмірами комбінат в Росії, тільки чистий прибуток якого за результатами 2004 року становив 1,8 млрд. доларів. Обсяги реалізації за той же період становили 45 млрд. доларів. Проте плани НЛМК щодо здійснення IPO прийшлося коригувати через IPO, яке здійснив Євразхолдинг у травні поточного року.

Інша російська компанія — Русал намагається якнайшвидше вирішити всі спірні питання з власниками підприємств, що входять до структури Русалу. Русал — є третім за розмірами виробником алюмінію в світі. Обсяги реалізації в 2004 році становили 5,4 млрд. доларів. На думку керівників Русалу, потреби в фінансуванні інвестиційних проектів за рахунок надходжень від IPO нема. Тому не дивно, що плани Русалу відносно дати проведення IPO постійно змінюються, і не в останню чергу на це впливає добра кон'юнктура на ринку та високі ціни на алюміній, що забезпечує фінансування бізнесу за рахунок надходжень від виробництва. Також корективи в плани проведення IPO вносять політичні ризики, пов'язані з власниками невеликих пакетів акцій підприємств, що входять до групи Русалу.

Коли західний інвестор тримає в руках гарно віддрукований проспект IPO російської компанії, що підготовлений міжнародним банком, всі компанії виглядають однаково добре, так само, як і будь-яка західна компанія. Багато хто забуває про значно вищий ризик, пов'язаний з інвестуванням в російську компанію, і що можливо платити більше за акції товариства, ніж вони того варті. Попит на акції компаній, що динамічно розвиваються та обіцяють значний прибуток, завжди залишається високим. Тому Росія й її сусіди зараз знаходяться під дуже пильним наглядом інвесторів.

#### Олег Кіняєв

Радник з фінансових питань  
Київського офісу проекту  
“Корпоративний розвиток в Україні”  
Міжнародної Фінансової Корпорації

*Перелік компаній, які збираються вже найближчим часом здійснювати IPO, досить довгий, за різними оцінками таких підприємств в Росії кілька десятків. Загалом інтереси інвесторів, які шукають нові можливості для вкладання коштів, співпадають з бажанням власників російських підприємств залучити кошти на міжнародних ринках шляхом IPO.*