

Sektor finansow w rozwoju gospodarczym kraju: monografie.- Warszawa:
Akademia Finansow i Biznesu Vlatula, 2013, p.373-385

Ковальчук И.В., кандидат экономических наук, доцент, Национальный
университет пищевых технологий

Анализ привлекательности мировых фондовых площадок для украинских эмитентов

Проанализированы особенности размещения ценных бумаг на международных фондовых площадках, разработаны рекомендации относительно диверсификации размещения ценных бумаг украинскими эмитентами на международном фондовом рынке.

Ключевые слова: ценные бумаги, фондовые площадки, размещение, IPO.

Постановка проблемы. В связи с глобализацией экономической среды, недостаточной развитостью украинского фондового рынка и послекризисным состоянием международного рынка банковского кредитования, сегодня возникает объективная необходимость привлечения финансовых ресурсов национальными компаниями на международном финансовом рынке. Накопленный опыт размещений украинскими эмитентами, тенденции развития международного финансового рынка и законодательной базы порождают проблему поиска оптимальных механизмов и способов привлечения капитала, что заставляет отечественные компании более тщательно подходить к выбору фондовой площадки.

Анализ исследований и публикаций по проблеме. На теоретическом и методологическом уровнях вопрос привлечения финансовых ресурсов рассматривались в фундаментальных работах таких зарубежных ученых-экономистов, как О.Алексеев, Н.Берзон, В.Булатова, О.Буренин, И.Бурковский, Л.Вильямс, В.Галанов, И.Доронина, А.Кейн, Р.Колби, В.Малюгин, А.Маркус, М.Миллер,

Я.Миркин, Д.Михайлов, Е.Найман, С.Пелиха, Б.Рубцов, И.Терри, В.Шарп и других.

Среди отечественных ученых исследованию механизмов привлечения финансовых ресурсов на международном фондовом рынке посвящены труды таких ученых, как Л.Антонюк, А. Берлач, С.Бирюк, А.Г. Загородний, О.Киреев, В.Корнеев, А.Б. Кондрашихин, Ю.Я. Кравченко, О.М. Мозговой, В.Н. Парсяка, В.Г. Пасечник, В.И. Павлов, Ю. Пахомов, А. Поручник, В.В. Раровская, О.М. Сохацкий, В.М. Шелудько и других.

Актуальность темы и наличие широкого круга проблемных вопросов для изучения и обусловило выбор темы, направленность и содержание исследования.

Цель и задание исследования. Целью данной работы является изучение особенностей механизмов привлечения финансовых ресурсов на разных фондовых площадках и разработка рекомендаций относительно диверсификации географии размещения ценных бумаг украинскими эмитентами.

Изложение основного материала. Кроме вопросов усовершенствования законодательной базы Украины с целью способствования национальным эмитентам привлечения финансирования на международном фондовом рынке, перед украинскими компаниями должен стоять вопрос расширения географии размещения ценных бумаг. Для этого есть объективные причины. Так, например, сегодня преимущественное количество украинских эмитентов отдают предпочтение Варшавской и Лондонской фондовым биржам. Если рассматривать акционерное финансирование, то следует отметить, что, начиная с 2005 года, украинские эмитенты размещали свои акции преимущественно на Лондонской и Варшавской фондовых биржах. Только в 2007 году компания «Astarta Holding» осуществила IPO, сумев привлечь 31,7 млн. дол, на Deutsche Borse. Именно поэтому для дальнейшего исследования необходимо в первую очередь

рассмотреть нормативные требования именно тех бирж, которые были платформой для IPO украинских эмитентов, а также определить перспективы расширения географии размещений акций отечественных компаний в аспекте анализа нормативно-правовых требований перспективных для выхода фондовых площадок.

На протяжении исследуемого периода одной из наиболее привлекательных бирж для проведения IPO компаниями, основная деятельность которых осуществляется в Украине, была Варшавская фондовая биржа. Основными преимуществами выхода на рынок акций на этой площадке является низкая стоимость размещения и высокая ликвидность рынка. В 2009-2010 гг. Варшавская фондовая биржа была лидером по количеству проведенных публичных размещений, оставив позади Лондонскую фондовую биржу и NYSE Euronext.

По мнению экспертов, другие зарубежные фондовые биржи являются менее привлекательными для отечественных компаний, а осуществлять IPO на Лондонской фондовой бирже целесообразно только эмитентам, капитализация которых превышает 1 млрд дол. США. Следует отметить, что таких компаний в Украине немного. Необходимой минимальной капитализацией субъекта хозяйствования для выхода с публичным размещением акций на NYSE Euronext является 150 млн дол., а на Deutsche Borse (Франкфуртская биржа) – 50-300 млн. дол., однако инвесторы, которые работают на этих фондовых площадках, осторожно инвестируют в украинский бизнес, что связано со значительным риском в стране [1, с. 14].

В 2011 г. из пяти украинских компаний, которые осуществляли размещение на Варшавской фондовой бирже (ВФБ), наибольший объем привлеченных средств (80 млн. дол. США) оказался у Coal Energy S.A. (Люксембург) - компании, которая объединила активы предприятий НПО «Механик» из города Дзержинск Донецкой области. Привлеченные средства предусматривалось направить на финансирование стратегии

роста этой компании. Westa ISIC S.A. (Люксембург), холдинговая компания крупного украинского производителя аккумуляторов «Веста» (Днепропетровск), благодаря IPO приблизилась к заветной мечте – войти в тройку крупнейших компаний по производству аккумуляторов в Европе (сейчас она в пятерке лидеров). Полученные средства предусмотрено направить на организацию производства новой продуктовой линейки VRLA батарей и на оптимизацию структуры капитала путем погашения самой дорогой части кредитного портфеля.

Еще три компании, которые провели в 2011 году IPO на ВФБ, – аграрные. Это один из ведущих производителей яиц и яичных продуктов – агропромышленная группа компаний «Овостар Юнион», вертикально интегрированная компания KSG Agro, которая работает практически во всех сегментах агроиндустрии (производство, переработка и продажа сельскохозяйственной продукции) и «Индустриальная молочная компания» («ИМК»). ИМК, направила привлеченные средства на расширение сельскохозяйственных угодий до 88 тысяч гектаров.

По сравнению с Лондонской биржей, объемы сделок на Варшавской бирже в несколько раз меньше, но и требования к компаниям более либеральны. Сейчас на Варшавской фондовой бирже котируются акции более 400 компаний, но иностранных среди них крайне мало (меньше 40), при этом украинские компании среди них занимают первое место.

На Варшавской фондовой бирже размещение ценных бумаг осуществляется на двух площадках: основном (Main List), который регулируется законодательством Польши и ЕС, и альтернативном (New Connect), который регулируется правилами, установленными биржей. В целом, если рассматривать обе площадки с точки зрения привлекательности для украинских компаний, то сегодня на альтернативной площадке торгуются акции только одного украинского эмитента – компании «Агролига», а общее количество иностранных компаний на площадке составляет всего три. Этот рынок является

привлекательным для среднего бизнеса с плановыми объемами привлечения от 1 млн. до 10 млн. дол. [2].

Затраты на проведение IPO на данной бирже считаются достаточно конкурентоспособными по сравнению с другими биржами. Так, в зависимости от размера предложения, стоимость листинга для эмитента колеблется от 6% от общего размера размещения при IPO на сумму до 10 млн. евро до 0,8% - при IPO свыше 251 млн. евро. На альтернативной площадке затраты не превышают 500 тыс. евро.

Главные нормативные требования к листингу на основной площадке Варшавской фондовой биржи являются наиболее привлекательными для украинских компаний, по сравнению с требованиями других бирж, таких как Лондонская и Нью-Йоркская. Стандартными требованиями, которые выдвигают все биржи, являются следующие: составленный проспект эмиссии, утвержденный управлением контрольного органа рынка капитала в одной из стран Европейского Союза (в Польше - это Комиссия финансового надзора); проверенные аудиторами финансовые отчеты за три последних года; компания не может быть в состоянии проведения процесса банкротства или ликвидации.

Преимуществом Варшавской биржи и то, что стоимость акций и собственного капитала компании не может быть меньше 15 млн. евро, а в случае, если акции одной эмиссии были на протяжении не менее 6 месяцев предметом обращения на другом регулируемом рынке или на альтернативном рынке биржи – стоимость акций не менее 12 млн. евро, что является более низким нормативом по сравнению с другими биржами. По правилам биржи, как минимум 15% акций, которые могут быть допущены к биржевому обороту, должны принадлежать миноритарным акционерам (каждый из которых может владеть не более, чем 5% голосов на общем собрании акционеров) или как минимум 100 тыс. акций, которые должны быть допущены к биржевому обороту, стоимостью не меньше 1 млн. евро по последней цене продажи или

цене эмиссии, должны принадлежать миноритарным акционерам. Критерии листинга на альтернативном рынке являются наиболее либеральными по сравнению с главным рынком и предусматривают размещение преимущественно среди узкого круга инвесторов (до 100 инвесторов), именно поэтому не требуется составление проспекта эмиссии, достаточно информационного документа.

Следует обратить внимание на тот факт, что более половины акций на Варшавской фондовой бирже раскупается местными резидентами, наиболее активные из которых – пенсионные фонды.

Еще одной особенностью развития Варшавской фондовой биржи является ее перенасыщение агропромышленными компаниями. Так, в последние годы польский рынок капитала стал особенно популярным среди украинских агрохолдингов и, как следствие, произошло перенасыщение рынка предложением акций компаний данной отрасли. Также, на бирже зафиксировано и перенасыщение ценными бумагами украинских эмитентов в целом. Свидетельством этому является то обстоятельство, что в 2011 году компания «Coal Energy», производитель энергетического и коксующегося угля, которая владеет в Украине производственным объединением «Механик», продала на Варшавской фондовой бирже 25% своих акций и привлекла капитала в сумме 81,5 млн.дол., что в 1,6 раз меньше чем ожидалось. Некоторые украинские компании в 2011 году отказались от размещения на Варшавской фондовой бирже – это такие компании агросектора, как «ViOil» та «Valinor».

Анализ нормативно-правовой базы привлечения ресурсов на Лондонской фондовой бирже позволяет сделать следующие выводы: данная биржа предлагает на выбор две площадки, которые отвечают разным потребностям эмитентов - основной рынок (Main Market) и альтернативный инвестиционный рынок (AIM). Основной рынок регулируется специальным государственным органом –

Администрацией Великой Британии по листингу (United Kingdom Listing Authorities, UKLA) – и с 2010 года, после введения в законодательство Великобритании разграничений, рынок делится на два сегмента – стандартный и премиальный. Премиальный более жестко регулируется, к его участникам предъявляются повышенные требования относительно раскрытия информации. Стандартный сегмент в целом отвечает европейским нормам. Компании, акции которых котируются в стандартном сегменте рынка, подают финансовую отчетность каждые полгода. Эмитенты, акции которых относятся к премиум сегменту, должны отчитываться ежеквартально.

На альтернативном рынке размещают свои акции небольшие и растущие компании, он полностью регулируется Лондонской фондовой биржей. Для осуществления регуляторных функций на этой площадке привлекаются специальные компании – назначенные консультанты. Они специализируются на корпоративных финансах и помогают эмитенту подготовиться к размещению, а также контролируют его действия на бирже во время пребывания на рынке.

Примером успешного IPO 2011 года является размещение акций компании «Glencore» (занимается международной деятельностью в сфере производства, закупки, переработки, транспортирования, хранения и поставки металлов, минералов, энергетических продуктов и сельскохозяйственной продукции), которая привлекла более 10 млрд.дол. в премиум сегменте на основном рынке. Относительно украинских компаний, за последние два года только две компании из Украины провели IPO в Лондоне - «Авангард» в 2010 году и «Continental Farmers» в 2011 году. Эти эмитенты привлекли 187 млн.дол. и 24,2 млн.дол. соответственно.

В целом, хотя многие компании предпочитают размещение ценных бумаг именно на альтернативной площадке, на которой действуют упрощенные нормативы для эмитентов, не стоит забывать, что

альтернативная площадка не может обеспечить такой широкий круг инвесторов, настолько справедливую оценку ценных бумаг, как предлагает Лондонская биржа. Поскольку Лондонская фондовая биржа является также лидером по размещению облигаций, рассмотрим отличия основного рынка (LSE) и альтернативного (AIM) по требованиям к листингу эмитентов, включая выпуск глобальных депозитарных расписок на основном рынке, долговых ценных бумаг и выпуск акций (табл. 1). Как свидетельствуют данные табл.1, для Лондонской фондовой биржи существует требование к минимальной доле ценных бумаг, которые находятся в свободном обращении, - 25%. Это означает, что после проведения IPO компания несет ответственность перед своими акционерами.

Таблица 1

Требования к листингу на LSE и AIM

Вид требования	Основной рынок	Альтернативный рынок	Боргові цінні папери и GDR	Требования
Общие требования ко всем видам листинга	+	-	+	Минимальная капитализация компаний для выпуска акций и GDR 700 тыс. фунтів стерлингов и 200 тыс. фунтов стерлингов для долговых ценных бумаг
	+	+	+	Предоставление проспекта эмиссии в Управление Великобритании по листингу
	+	-	-	Минимум 25% акционерного капитала должно быть в свободном обращении
Особенные требования к эмитентам, которые выпускают ценные бумаги	+	-	-	Более 3 лет опыта торговли
	+	-	-	3 года прибыльной деятельности
	+	-	-	Предварительная проверка документов FSA

Источник: составлено на основе; Юркевич О.М. География бирж украинских IPO / О.М. Юркевич, С.И. Дорошенко, О.И. Дорошенко // Вестник кредитно-экономического факультета КНЭУ. – 2011. – №2. [4]

Компания обязана регулярно раскрывать информацию о себе и поддерживать связь с акционерами, что требует создания специального департамента, который отвечает за связь с инвесторами разных стран и будет их информировать о том, что происходит в компании.

Для прохождения листинга на основной площадке Лондонской биржи компания не обязательно должна быть британской, но она должна быть зарегистрирована на территории Евросоюза. Однако, согласно правил Лондонской биржи, компания может сохранить украинскую регистрацию в случае размещения путем депозитарных расписок, если законодательство самой страны происхождения эмитента это позволяет. Акции на данной бирже всегда оценены в фунтах стерлингов. Стоимость размещения на основной площадке составляет 3-8% от суммы размещения.

На Лондонской фондовой бирже обязательным является и требование раскрытия имени акционеров, которые владеют более, чем 3% акций компаний. Кроме того, существует так называемый Кодекс слияния и поглощения (Takeover Code). Он применяется к компаниям с листингом в премиальном сегменте. Этот Кодекс предусматривает выполнение следующего правила: если пакет акций, который контролирует одно лицо, превышает 10%, то это лицо обязано выкупить у других миноритарных акционеров, если они не возражают, их бумаги за наивысшей биржевой ценой за последние 12 месяцев. Управление по финансовому регулированию и контролю требует, чтобы эмиссия акций была в форме IPO, то есть невозможно провести привлечение капитала путем эмиссии GDR, а также компания не может быть преобразована из частной на публичную путем выпуска депозитарных расписок. Таким

образом, указанная норма законодательства стимулирует выпуск GDR компаниями через упрощенную процедуру листинга.

Альтернативная площадка Лондона является привлекательной для инвесторов, поскольку частные инвесторы, которые покупают бумаги на AIM, имеют налоговые преимущества - они получают скидки по налогу на доходы. Рынок депозитарных расписок, где котируются акции, например, компаний «Авангард» и «МХП», – это, скорее, рынок для профессиональных инвесторов. Частные инвесторы, обычно, непосредственно не покупают депозитарные расписки, поскольку им удобнее инвестировать в депозитарные расписки через профессиональных инвесторов. Важно отметить возможность использования проспекта эмиссии, зарегистрированного в другой стране ЕС на альтернативном рынке и на рынке долговых инструментов или для повторного предложения акций. Сегодня, одним из наиболее привлекательных аспектов при выборе AIM является отсутствие требований к эмитенту по объему размещения и предоставления финансовой отчетности за предыдущие года.

С июня 2011 года Лондонская биржа усилила правовое поле регулирования деятельности эмитентов и ввела закон «О противодействии коррупции», который предусматривает криминальную ответственность за его нарушение [100]. Хотя Лондонская фондовая биржа отстает от Нью-Йоркской по объемам капитализации и количеству эмитентов, ее роль для Украины и стран СНГ значительно выросла из-за благоприятного режима налогообложения. Еще одной причиной ее популярности как одной из основных европейских бирж стало повышение требований к эмитентам на Нью-Йоркской фондовой бирже и недостаточный объем торгов акциями. Примером является делистинг «Ростелкома» в 2009 году.

Исследование опыта размещения украинских эмитентов и тенденций развития мирового финансового рынка позволяет сделать вывод

относительно необходимости расширения географии размещения ценных бумаг украинскими эмитентами. Необходимо отметить тот факт, что Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку Украины начала тесное сотрудничество с Гонконгской фондовой биржей. Суть сотрудничества состоит в содействии выходу украинских эмитентов, разработку механизма крос-листинга и рекомендации для ГКЦБФР и эмитентам со стороны биржи.

Еще одним актуальным вопросом является вопрос о включении Украины в список «признанных юрисдикций» Гонконгской фондовой биржи. Однако необходимым шагом на данном пути должно стать подписание двустороннего соглашения о сотрудничестве между ГКЦБФР и Securities Futures Commission (SFC) – регулятором рынка ценных бумаг Гонконга. Однако, в случае, если ГКЦБФР присоединится к Многостороннему меморандуму о взаимопонимании IOSCO (Multilateral Memorandum of Understanding), то двустороннее соглашение не будет востребовано. Но присоединение к меморандуму может оказаться длительным процессом из-за отсутствия в Украине развитого законодательства об инсайдерской информации.

Гонконгская фондовая биржа сегодня считается одной из наиболее перспективных для дальнейшего размещения ценных бумаг иностранных эмитентов. На Гонконгской фондовой бирже могут быть размещены как акции, так и депозитарные расписки на акции иностранных эмитентов. Однако по отношению к иностранным эмитентам здесь предусмотрены определенные дополнительные требования: так, законодательство страны местонахождения эмитента должно отвечать стандартам защиты прав акционеров Гонконга. Для этого было введено понятие «признанных юрисдикций», законодательство которых официально признано таким, что отвечает требованиям защиты прав акционеров. Сегодня к ним относятся следующие страны: Австралия, Бермуды, Британские Виргинские

острова, Канада, Каймановые острова, Кипр, КНР, Германия, Джерси, Люксембург, Сингапур, Великобритания.

Гонконгская фондовая биржа представлена двумя площадками: основным та площадкой для компаний, которые развиваются. И хотя последняя рассчитана на компании с небольшой и средней капитализацией, и предусматривает упрощенные требования к листингу, однако существенной особенностью именно для украинских компаний есть тот факт, что на данной площадке запрещено размещение депозитарных расписок и уровень ликвидности на данной площадке недостаточный.

Все нормативы, которым должны соответствовать компании для листинга на основной площадке Гонконгской фондовой биржи, могут быть разделены на три категории. Первая группа – нормативы финансового характера. Компания может быть допущена к листингу, если ее капитализация составляет более 200 млн. гонк. дол. (около 26 млн. дол. США), при условии, что за последние 3 года ее прибыли в совокупности были не ниже 50 млн. гонк. дол. (6,4 млн. дол. США). В случае, если у компании отсутствовала прибыль, то она может быть допущена, если ее капитализация не менее 2 млрд. гонк. дол. (256 млн. дол. США), при положительном денежном потоке в 500 млн. гонк. дол. (64 млн. дол. США) за последний год. Если же капитализация компании составляет 4 млрд. гонк. дол. (513 млн. дол. США), то требование о положительной величине денежного потока может быть не соблюдено. Как и на других ведущих мировых биржах, компания должна подавать отчетность, которая прошла аудит за последние 3 года.

Ко второй группе требований относят требования относительно сроков существования и деятельности компании. К листингу не допускаются компании, которые ведут хозяйственную деятельность менее трех лет. Однако для привлечения компаний, которые занимаются инфраструктурными проектами, для них есть исключения,

которые также распространяются на горнодобывающие и проектные компании. Руководство компании должно оставаться стабильным на протяжении последних 3 лет и на момент листинга должно быть как минимум два независимых директора.

Последняя группа нормативов устанавливает требования относительно объемов размещения: как минимум 25% всех размещенных акций компании должны находиться в свободном обращении у более 300 акционеров, а также все иностранные эмитенты должны назначить спонсора. В целом, Гонконгская фондовая биржа выставляет достаточно четкие и понятные критерии к листингу, что является доступными для компаний из развивающихся стран.

Выводы. После восстановления уровня IPO в послекризисные годы, в 2011 году объемы привлечений сократились до 170 млрд. дол., 94 млрд. дол. Из которых приходится именно на компании из развивающихся стран, которые хотя и понизили свою активность, однако значительно меньше, чем европейские и американские эмитенты.

Проанализировав мировой опыт привлечения финансовых ресурсов на международных фондовых биржах следует отметить, что сегодня на мировой арене все большей привлекательности для проведения размещений приобретают биржи, развивающихся стран. Среди пяти наибольших бирж по объемам привлеченных путем IPO ресурсов трое из них из развивающихся стран (Женьшеньская, Гонконгская и Шанхайская биржи). Как результат проведенного исследования, было выявлено традиционные площадки для размещения акций эмитентов из определенных стран. Так, китайские компании из года в год отдают предпочтение американским фондовым биржам; эмитенты из Индии с 2009 по 2011 гг. проводили IPO исключительно на Лондонской фондовой бирже. Данные результаты исследования являются актуальными в свете того факта, что в 2011 г. было принято инвестиционный план по развитию инфраструктуры Индии на сумму 1 трлн. дол. и программу

приватизации, что предусматривает привлечение финансовых ресурсов объемом 10 млрд.дол. свыше 100 индийскими компаниями. Данные размещения следует ожидать прежде всего на Лондонской фондовой бирже, что является еще одним аргументом в пользу необходимости украинским эмитентам диверсифицировать площадки для размещения собственных ценных бумаг.

Список использованной литературы

1. Отчет компании «Ернст энд Янг» 2012 Global IPO Update. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/research/2012/pdf/2012-04-04-02.pdf>.
2. Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 403с.
3. Руководство по выбору рынка для листинга акций в Европе / PWC. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/publications/which-market-guide.jhtml>.
4. Юркевич О.М. География бирж украинских IPO / О.М. Юркевич, С.И. Дорошенко, О.И. Дорошенко // Вестник кредитно-экономического факультета КНЭУ. – 2011. – №2.