

**Формування ринкових відносин в Україні. Збірник наукових праць
Науково-дослідного інституту Міністерства економічного розвитку і
торгівлі №10, 2012, с.47-51**

Ковальчук І.В., кандидат економічних наук, доцент НУХТ,
Зінькова В.Ю., магістр КНЕУ

**Необхідність диверсифікації розширення географії розміщень
цінних паперів українськими емітентами**

Проаналізовані особливості розміщення цінних паперів на міжнародних фондових майданчиках, висловлені рекомендації щодо диверсифікації розміщення цінних паперів українськими емітентами на міжнародному фондовому ринку.

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

Ключові слова: цінні папери, фондові майданчики, розміщення, IPO.

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

Постановка проблеми. У зв'язку із глобалізацією економічного середовища, недостатньою розвиненістю українського фондового ринку та посткризовим станом міжнародного ринку банківського кредитування, сьогодні зростає об'єктивна необхідність залучення фінансових ресурсів національними компаніями на міжнародному фінансовому ринку. Накопичений досвід розміщень українськими емітентами, тенденції розвитку міжнародного фінансового ринку та законодавчої бази ставлять проблему пошуку оптимальних механізмів і способів залучення капіталу, що змушує вітчизняні компанії ретельно підходити до вибору фондового майданчика.

Аналіз досліджень і публікацій з проблеми. На теоретичному і методологічному рівнях питання залучення фінансових ресурсів розглядалися у фундаментальних працях таких зарубіжних учених-економістів, як О.Алексєєв, Н.Берзон, В.Булатова, О.Буренін, І.Бурковський, Л.Вільямс, В.Галанов, І.Дороніна, А.Кейн, Р.Колбі, В.Малюгін, А.Маркус, М.Міллер, Я.Міркін, Д.Михайлов, Е.Найман, О.Некіпєлоа, С.Пелиха, Б.Рубцов, І.Террі, В.Шарп та ін.

Серед вітчизняних науковців дослідженню механізмів залучення фінансових ресурсів на міжнародному фондовому ринку присвячені праці таких учених, як Л.Антонюк, А.І. Берлач, С.Бірюк, А.Г. Загородній, О.Кіреєв, В.Корнеєв, А.Б. Кондрашихін, Ю.Я. Кравченко, О.М. Мозговий, В.Н. Парсяка, В.Г. Пасічник, В.І. Павлов, Ю. Пахомов, А.Поручник, В.В. Раровська, О.М. Роїн, О.М. Сохацький, В.М. Шелудько тощо.

Актуальність теми та наявність широкого кола проблемних питань для дослідження й зумовило вибір теми, спрямованість і зміст дослідження.

Мета і завдання дослідження. Метою даної роботи є дослідження особливостей механізмів залучення фінансових ресурсів на різних фондових майданчиках та розробка рекомендацій з диверсифікації розширення географії розміщень цінних паперів українськими емітентами.

Виклад основного матеріалу. Окрім питань удосконалення законодавчої бази України для сприяння національним емітентам до залучення фінансування на міжнародному фондовому ринку, перед українськими компаніями повинно поставати питання розширення географії розміщень цінних паперів. Цьому передує низка об'єктивних причин. Так, зокрема, сьогодні переважна кількість українських емітентів віддають перевагу Варшавській та Лондонській фондовим біржам. Якщо розглядати акціонерне фінансування, то варто зазначити, що починаючи з 2005 року українські емітенти розміщували свої акції переважно на Лондонській та Варшавській фондових біржах. Лише у 2007 році компанія «Astarta Holding» здійснила IPO, залучивши 31,7 млн.дол, на Deutsche Borse. Саме тому для подальшого дослідження слід перш за все розглянути нормативні вимоги саме тих бірж, які були платформою для IPO українських емітентів, а також визначити перспективи розширення географії розміщень акцій вітчизняних компаній в аспекті аналізу нормативно-правових вимог перспективних для виходу фондових майданчиків.

Протягом досліджуваного періоду однією із найпривабливіших бірж для проведення IPO компаніями, основна діяльність яких здійснюється в Україні, була Варшавська фондова біржа. Основними перевагами виходу на ринок акцій на цьому майданчику, є нижча вартість розміщення та висока ліквідність ринку. У 2009-2010 рр. Варшавська фондова біржа була лідером за кількістю проведених публічних розміщень, залишивши позаду Лондонську фондову біржу та NYSE Euronext.

На думку експертів, інші закордонні фондові біржі є менш привабливими для вітчизняних компаній, а здійснювати IPO на Лондонській фондовій біржі доцільно лише тим емітентам, капіталізація яких перевищує 1 млрд дол. США. Варто зазначити, що таких компаній в Україні небагато. Необхідною мінімальною капіталізацією суб'єкта господарювання для виходу з публічним розміщенням акцій на NYSE

Euronext є 150 млн дол., а на Deutsche Borse (Франкфуртська біржа) – 50-300 млн дол., проте інвестори, котрі працюють на цих фондових майданчиках, обережно інвестують в український бізнес, що пов'язано із значним ризиком у країні [1, с. 14].

В 2011 р. з п'ятох українських компаній, які здійснювали розміщення на Варшавській фондовій біржі (ВФБ), найбільший обсяг залучених коштів (80 млн. дол. США) виявився у Coal Energy S.A. (Люксембург) – компанія, яка об'єднала активи підприємств НПО «Механік» з міста Дзержинськ Донецької області). Залучені кошти спрямовуватимуться на фінансування стратегії росту цієї компанії. Westa ISIC S.A. (Люксембург), холдингова компанія великого українського виробника акумуляторів «Веста» (Дніпропетровськ), завдяки IPO наблизилася до заповітної мрії – увійти у трійку найбільших компаній з виробництва акумуляторів у Європі (нині вона в п'ятірці лідерів). Отримані кошти вона спрямує на організацію виробництва нової продуктової лінійки VRLA батарей та на оптимізацію структури капіталу шляхом погашення найдорожчої частини кредитного портфелю.

Ще три компанії, які провели цього року IPO на ВФБ, – аграрні. Це один з провідних виробників яєць і яєчних продуктів – агропромислова група компаній «Овостар Юніон», вертикально інтегрована компанія KSG Agro, що працює практично у всіх сегментах агроринку (виробництво, переробка та продаж сільськогосподарської продукції) та «Індустріальна молочна компанія» («ІМК»). ІМК, зокрема, спрямує залучені кошти на розширення сільгосподарських угідь до 88 тисяч гектарів.

Порівняно з Лондонською біржею, обсяги угод на Варшавській біржі в кілька разів менші, але й вимоги до компаній ліберальніші. Зараз на Варшавській фондовій біржі котируються акції понад 400 компаній, але іноземних серед них вкрай мало (менше 40), при цьому українські компанії серед них посідають перше місце.

На Варшавській фондовій біржі розміщення цінних паперів відбувається на двох майданчиках: основному (Main List), що регулюється законодавством Польщі та ЄС і альтернативному (New Connect), який регулюється правилами, встановленими біржею. Загалом, якщо розглядати обидва майданчики з точки зору привабливості для українських компаній, то на сьогодні на альтернативному майданчику торгуються акції лише одного українського емітента – компанії «Агро ліга», а загальна кількість іноземних компаній на майданчику становить всього три. Цей ринок є цікавим для середнього бізнесу з планованим обсягом залучення від 1 млн. до 10 млн. дол. [2].

Витрати на проведення IPO на даній біржі вважаються досить таки конкурентоспроможними порівняно з іншими біржами. Так, в залежності від розміру пропозиції, вартість лістингу для емітента коливається від 6% від загального розміру розміщення при IPO на суму до 10 млн.євро до 0,8% - при IPO понад 251 млн.євро. На альтернативному майданчику затрати не перевищують 500 тис.євро.

Головні нормативні вимоги до лістингу на основному майданчику Варшавської фондової біржі є привабливішими для українських компаній, ніж вимоги інших бірж, таких як Лондонська, Нью-Йоркська. Стандартними вимогами, які висувають всі біржі, є наступні: складений проспект емісії, затверджений управлінням контрольного органу ринку капіталу в одній з країн Європейського Союзу (у Польщі - це Комісія фінансового нагляду); перевірені аудиторами фінансові звіти за три останні роки; компанія не може бути в стані проведення процесу банкрутства або ліквідації.

Щодо переваг Варшавської біржі, то вартість акцій та власного капіталу компанії не може бути меншою за 15 млн. євро, а у випадку, якщо акції однієї емісії якого були протягом не менш 6 місяців предметом обігу на іншому регульованому ринку або на альтернативному ринку біржі, – вартість акцій не менше, ніж 12 млн. євро, що є нижчим

нормативом, ніж на інших біржах. За правилами біржі, як мінімум 15% акцій, які мають бути допущені до біржового обігу, повинні належати міноритарним акціонерам (кожен з яких може володіти не більше, ніж 5% голосів на загальних зборах акціонерів) або як мінімум 100 тис. акцій, що мають бути допущені до біржового обігу, вартістю не менше 1 млн. євро за останньою ціною продажу або ціною емісії, повинні належати міноритарним акціонерам. Критерії лістингу на альтернативному ринку є набагато ліберальнішими в порівнянні з головним ринком і передбачають розміщення переважно серед вузького кола інвесторів (до 100 інвесторів), саме тому не потребується складання проспекту емісії, достатньо інформаційного документу.

Варто звернути увагу на той факт, що понад половина акцій на Варшавській фондовій біржі розкуповується 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, в свою чергу, були зобов'язані інвестувати 50% отриманих внесків у цінні папери на польській біржі. Проте, сьогодні через зміну законодавства ставка відрахувань громадян зменшена до 2%, отже у недалекому майбутньому у багатьох пенсійних фондів може утворитися дефіцит інвестиційних коштів, що повинні враховувати українські емітенти, для яких даний майданчик є одним із пріоритетів вибору розміщень.

Ще однією особливістю розвитку Варшавської фондової біржі, слід відзначити її перенасищення агропромисловими компаніями. Так, в останні роки польський ринок капіталу став особливо популярним серед українських агрохолдингів і, як наслідок, відбулося перенасичення ринку пропозицією акцій компаній даної галузі. В 2011 році частина компаній даної галузі відклала свої первинні розміщення. Також, на біржі зафіксовано й перенасичення цінними паперами українських емітентів загалом. Свідченням цьому є той факт, що у 2011 році компанія «Coal

Energy», виробник енергетичного та коксівного вугілля, що володіє в Україні виробничим об'єднанням «Механік», продала на Варшавській фондовій біржі 25% своїх акцій і залучила капіталу у 81,5 млн.дол., що в 1,6 разів менше ніж очіувалося. Сьогодні Варшавська біржа перебуває в очікуванні IPO «PKO Bank Polski», що запропонує акцій на суму 3,3 млрд. дол., в той час, як за оцінками, основні інвестори до кінця року вкладуть коштів лише на 1,8 млрд.дол. Деякі українські компанії в 2011 році відмовилися від розміщення на Варшавській фондовій біржі – це такі компанії агросектору, як «ViOil» та «Valinor».

Аналіз нормативно-правової бази залучення ресурсів на Лондонській фондовій біржі, дозволяє зробити наступні висновки: дана біржа пропонує на вибір два майданчики, що відповідають різним потребам емітентів - основний ринок (Main Market) та альтернативний інвестиційний ринок (AIM). Основний ринок регулюється спеціальним державним органом – Адміністрацією Великої Британії з лістингу (United Kingdom Listing Authorities, UKLA) – і з 2010 року, після введення у законодавство Великої Британії розмежувань, ринок ділиться на два сегменти – стандартний та преміальний. Преміальний більш жорстко регулюється, до його учасників пред'являються підвищені вимоги щодо розкриття інформації. Стандартний сегмент в цілому відповідає європейським нормам. Компанії, акції яких котируються в стандартному сегменті ринку, подають фінансову звітність кожні півроку. Емітенти, акції яких відносяться до преміум сегменту, повинні звітувати раз у квартал.

На альтернативному ринку розміщують свої акції дрібні та зростаючі компанії, він повністю регулюється Лондонською фондовою біржею. Для здійснення регуляторних функцій на цьому майданчику залучаються спеціальні компанії – призначені консультанти. Вони спеціалізуються на корпоративних фінансах і допомагають емітенту підготуватися до розміщення, а також контролюють його дії на біржі під час перебування на ринку.

Прикладом успішного IPO поточного року є розміщення акцій компанії «Glencore» (займається міжнародною діяльністю в сфері виробництва, закупівлі, переробки, транспортування, зберігання і постачання металів, мінералів, енергетичних продуктів та сільськогосподарської продукції), яка залучила понад 10 млрд.дол. у преміум сегменті на основному ринку. Що стосується українських компаній, то за останні два роки лише дві компанії з України провели IPO у Лондоні - «Авангард» у 2010 році. та «Continental Farmers» у 2011 році. Ці емітенти залучили 187 млн.дол. і 24,2 млн.дол. відповідно.

Загалом, хоча багато компаній тяжіють до розміщення цінних паперів саме на альтернативному майданчику, на яком діють спрощені нормативи для емітентів, не варто забувати, що альтернативний майданчик не може забезпечити таке широке коло інвесторів, настільки справедливу оцінку цінних паперів, як пропонує Лондонська біржа. Оскільки Лондонська фондова біржа є також лідером з розміщення облігацій, розглянемо основні відмінності основного ринку (LSE) та альтернативного (AIM) у вимогах по лістингу емітентів, включаючи випуск глобальних депозитарних розписок на основному ринку, боргових цінних паперів і випуск акцій (табл. 1). Як свідчать дані табл.1 для Лондонської фондової біржі існує мінімальна вимога до частки паперів, що знаходяться у вільному обігу, - 25%. Це означає, що, наприклад, після проведення IPO компанія несе відповідальність перед своїми акціонерами.

Таблиця 1

Вимоги по лістингу на LSE та AIM

Тип вимоги	Основний ринок	Альтернативний ринок	Боргові цінні папери та GDR	Вимоги
Загальні вимоги до всіх	+	-	+	Мінімальна капіталізація компаній для випуску акцій та

типів лістингу				GDR 700 тис. фунтів стерлінгів та 200 тис. фунтів стерлінгів для боргових цінних паперів.
	+	+	+	Подання проспекту емісії до управління Великобританії по лістингу.
	+	-	-	Мінімум 25% акціонерного капіталу має бути у вільному обігу.
Особливі вимоги до емітентів, що випускають цінні папери вперше	+	-	-	Більше 3 років досвіду торгівлі.
	+	-	-	3 роки прибуткової діяльності.
	+	-	-	Попередня перевірка документів FSA

Джерело: складено на основі даних [4]

Вона повинна регулярно розкривати інформацію про себе і підтримувати зв'язок з акціонерами, що потребує створення спеціального департаменту, який відповідатиме за зв'язок з інвесторами з різних країн та інформуватиме їх про те, що відбувається в компанії.

Для проходження лістингу на основному майданчику Лондонської біржі компанія не обов'язково повинна бути британською, проте вона має бути зареєстрована на території Євросоюзу. Проте, за правилами Лондонської біржі, компанія може зберегти українську реєстрацію у випадку розміщення через депозитарні розписки, якщо законодавство самої країни походження емітента це дозволяє. Акції на даній біржі завжди оцінені в фунтах стерлінгів. Вартість розміщення на основному майданчику складає 3-8% від суми розміщення.

На Лондонській фондовій біржі обов'язково є й вимога розкриття імен акціонерів, які володіють більше 3% акцій компанії. Крім того, існує так званий Кодекс злиттів і поглинань (Takeover Code). Він застосовується до компаній з лістингом у преміальному сегменті. Цей Кодекс, зокрема, передбачає дотримання наступного правила: якщо пакет акцій, який контролює одна особа, перевищує 10%, то ця особа зобов'язана викупити в інших міноритарних акціонерів, якщо вони цього захочуть, їхні

папери за найвищою біржовою ціною за останні 12 місяців. Управління по фінансовому регулюванню та контролю вимагає, щоб емісія акцій була у формі IPO, тобто не можна провести залучення капіталу шляхом емісії GDR, а також компанія не може бути перетворена із приватної на публічну шляхом випуску депозитарних розписок. Таким чином зазначена норма законодавства стимулює випуск GDR компаніями через спрощену процедуру лістингу.

Альтернативний майданчик Лондона є привабливим для інвесторів, оскільки приватні інвестори, які купують папери на AIM, мають податкові переваги - вони отримують знижки з податку на доходи. Ринок депозитарних розписок, де котируються акції, наприклад, компаній «Авангард» і «МХП», – це, скоріше, ринок для професійних інвесторів. Приватні інвестори, зазвичай, безпосередньо не купують депозитарні розписки, оскільки їм зручніше інвестувати в депозитарні розписки через професійних інвесторів. Важливо відзначити можливість використання проспекту емісії зареєстрованого в іншій країні ЄС на альтернативному ринку та на ринку боргових інструментів чи для повторної пропозиції акцій. Сьогодні, одним із найбільш привабливих факторів при виборі AIM є відсутність вимог до емітента за обсягом розміщення і надання фінансової звітності за попередні роки.

3 червня 2011 року Лондонська біржа посилила правове поле регулювання діяльності емітентів і ввела закон «Про протидію корупції», який передбачає кримінальну відповідальність за його порушення [100]. Хоча Лондонська фондова біржа відстає від Нью-Йоркської за обсягами капіталізації та кількістю емітентів, її роль для України та країн СНД значно зросла через сприятливий режим оподаткування. Ще однією причиною її популярності як однієї із основних європейських бірж стало підвищення вимог до емітентів на Нью-Йоркській фондовій біржі та недостатній обсяг торгів акціями. Прикладом є делістинг «Ростелкому» у 2009 році.

Дослідження досвіду розміщення українських емітентів та тенденцій розвитку світового фінансового ринку дозволяє зробити висновок щодо необхідності розширення географії розміщення цінних паперів українськими емітентами. Потрібно відзначити той факт, що Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України почала тісну співпрацю із Гонконгською фондовою біржею. Суть співпраці полягає у сприянні виходу українських емітентів, розробку механізму крос-лістингу та рекомендації для ДКЦПФР і емітентам зі сторони біржі. Так, перші українські IPO на даній біржі можуть вже відбутися у 2012 році.

Ще одним актуальним питанням є питання про включення України у список «визнаних юрисдикцій» Гонконгської фондової біржі. Проте необхідним кроком на данному шляху повинно стати підписання двусторонньої угоди про співробітництво між ДКЦПФР та Securities Futures Commission (SFC) – регулятором ринка цінних паперів Гонконгу. Проте, у випадку, якщо ДКЦПФР приєднається до Багатостороннього меморандуму про взаєморозуміння IOSCO (Multilateral Memorandum of Understanding), то двустороння угода не буде потрібною. Але приєднання до меморандуму може бути затягненим процесом через відсутність в Україні розвиненого законодавства про інсайдерську інформацію.

Гонконзька фондова біржа сьогодні вважається однією із найбільш перспективних для подальшого розміщення цінних паперів іноземних емітентів. На Гонконзькій фондовій біржі можуть бути розміщені як акції, так і депозитарні розписки на акції іноземних емітентів. Проте по відношенню до іноземних емітентів тут передбачені певні додаткові вимоги: так, законодавство країни місцезнаходження емітента повинно відповідати стандартами захисту прав акціонерів Гонконгу. Для цього було введено поняття «визнаних юрисдикцій», законодавство яких офіційно визнано таким, що відповідає вимогам захисту прав акціонерів. Сьогодні до них відносяться наступні країни: Австралія, Бермуди,

Британські Віргинські острови, Канада, Кайманові острови, Кіпр, КНР, Німеччина, Джерсі, Люксембург, Сингапур, Великобританія.

Гонконгська фондова біржа представлена двома майданчиками: основним та майданчиком для компаній, що розвиваються. І хоча остання розрахована на компанії із невеликою та середньою капіталізацією, та містить спрощені вимоги до лістингу, проте суттєвою особливістю саме для українських компаній є той факт, що на данному майданчику заборонено розміщення депозитарних розписок і рівень ліквідності на данному майданчику недостатній.

Всі нормативи, яким повинні відповідати компанії для лістингу на основному майданчику Гонконзької фондової біржі, можуть бути поділені на три категорії. Перша група – нормативи фінансового характеру. Компанія може бути допущена до лістингу, якщо її капіталізація складає понад 200 млн. гонк. дол. (близько 26 млн. дол. США), за умови, що за останні 3 роки її прибутки в сукупності були не нижчими за 50 млн. гонк. дол. (6,4 млн. дол. США). У випадку, якщо у компанії були відсутні прибутки, то вона може бути допущена, якщо її капіталізація не меншу 2 млрд. гонк. дол. (256 млн. дол. США), при позитивному грошовому потоці у 500 млн. гонк. дол. (64 млн. дол. США) за останній рік. Якщо ж капіталізація компанії складає 4 млрд. гонк. дол. (513 млн. дол. США), то вимога про додатній грошовий потік не повинна бути дотримана. Як і на інших провідних світових біржах, компанія повинна надавати звітність, що пройшла аудит за останні 3 роки.

До другої групи вимог відносять вимоги щодо строків існування та діяльності компанії. До лістингу не допускаються компанії, що ведуть господарську діяльність менше трьох років. Проте для приваблення компаній, які займаються інфраструктурними проектами, для них є виключення, що також розповсюджуються на гірничодобувні та проектні компанії. Керівництво компанії має залишатися стабільним за останні 3

роки та на момент лістингу повинно бути як мінімум два незалежних директори.

Остання група нормативів встановлює вимоги щодо обсягів розміщення: як мінімум 25% всіх розміщених акцій компанії мають знаходитися у вільному обігу у понад 300 акціонерів, а також всі іноземні емітенти мають призначити спонсора. Загалом, Гонконгська фондова біржа виставляє досить чіткі та зрозумілі критерії до лістингу, що є доступними для компаній з країн, що розвиваються.

Висновки. Після відновлення рівня IPO у післякризові роки, у 2011 році обсяги залучень скоротилися до 170 млрд. дол., 94 млрд. дол. з яких припадали саме на компанії з країн, що розвиваються, які хоча й знизили свою активність, проте значно менше, ніж європейські та американські емітенти.

Проаналізувавши світовий досвід залучення фінансових ресурсів на міжнародних фондових біржах, варто зазначити, що сьогодні на світовій арені все більшої привабливості для проведення розміщень набувають біржі, країн, що розвиваються. Серед п'яти найбільших бірж за обсягами залучених через IPO ресурсів три з них із країн, що розвиваються (Женшенська, Гонконгська та Шанхайська біржі). Так, зокрема, Гонконгська фондова біржа вважається осередком для здійснення первинних розміщень акцій та депозитарних розписок на 2012 рік. Як результат проведеного дослідження, було виявлено традиційні майданчики для розміщень акцій емітентів із певних країн. Зокрема, китайські компанії із року в рік віддають перевагу американським фондовим біржам; емітенти із Індії з 2009 по 2011 рр. проводили IPO виключно на Лондонській фондовій біржі. Дані результати дослідження є актуальними в світлі того факту, що у 2011 р. було прийнято інвестиційний план з розвитку інфраструктури Індії на суму 1 трлн. дол. та програму приватизації, що передбачає залучення фінансових ресурсів обсягом 10 млрд.дол. понад 100 індійськими компаніями. Дані

розміщення слід очікувати перш за все на Лондонській фондовій біржі, що викликає необхідність українським емітентами диверсифікувати майданчики для розміщення власних цінних паперів.