

Бобров Є.А.,

кандидат економічних наук,
виконавач обов'язків доцента
кафедри фінансів та банківського бізнесу
Університету економіки та права “КРОК”

ОСОБЛИВОСТІ РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ НА ЗАРУБІЖНИХ ФОНДОВИХ БІРЖАХ

Питання залучення фінансових ресурсів на світових ринках є доволі актуальним для українських компаній. У статті проаналізовано питання первинного публічного розміщення акцій вітчизняних компаній за кордоном на різноманітних міжнародних фондових ринках.

The question of attracting financial sources at world markets is rather topical for Ukrainian companies. The author of this article analyzes the theme of initial public offering of native companies at various international stock markets.

Останнім часом українські підприємства готуються вийти на міжнародні фондові ринки. Існує тенденція до розширення досі стандартних методів залучення зовнішніх коштів: випуск корпоративних облігацій, отримання кредитів заради такого способу фінансування діяльності, як первинне публічне розміщення.

Першим досвідом виходу на міжнародні фондові ринки був випуск американських або глобальних депозитарних розписок (ADR, GDR). Починаючи з 1998 року ADR випустили понад 40 великих українських компаній. Тенденцією наступних років, починаючи з 2005-го, стали приватні розміщення акцій — позабіржовий продаж невеликих пакетів акцій переважно західним інституціональним інвесторам, — які часто супроводжувалися також запуском депозитарних розписок¹.

У класичному розумінні первинне розміщення акцій є цілком публічним процесом. Але деякі українські емітенти депозитарних розписок або компанії, що продають акції у процесі приватних розміщень, позиціонують продаж своїх паперів як повноцінний процес IPO, оскільки, випускаючи ADR третього й вищого рівня, виконують вимоги до емісії та виходу на біржу як для первинного публічного розміщення.

Метою написання цієї статті є детальний аналіз поняття “первинне публічне розміщення”, переваг розміщення акцій українських компаній на закордонних торгових майданчиках, процедур проведення такого розміщення, особливостей такого розміщення на Лондонській, Нью-Йоркській фондових біржах. Також проаналізовано вимоги до первинного публічного розміщення на Варшавській та Віденській фондових біржах.

¹ Шкарпова О. Публічні гроші // Контракти. — 2006. — № 6. — 6 лют.

Наукові дослідження первинного публічного розміщення викликають постійний інтерес зарубіжних наукових шкіл, університетів та науковців, зокрема Аггарвала (Aggarwal²), Корнелі (Cornelli³), Люнгквіста (Ljungqvist⁴), Лоури (Lowry⁵), Ріттера (Ritter⁶), та багатьох інших. З-поміж російських дослідників питань первинного публічного розміщення слід відзначити А. Лукашова⁷, О. Волкову⁸, І. Ніконову⁹, І. Ладигіна, С. Гвардіна¹⁰; українських науковців — А. Мертенса¹¹, В. Шелудько¹².

ІПО (Initial public offering) — це первинне публічне розміщення акцій серед інвесторів. ІПО може відбуватися на організованому ринку, фондовій біржі, або поза біржовим ринком — серед інвестиційних фондів. У класичному розумінні ІПО є розміщенням на фондовій біржі із включенням акцій у лістинг, при цьому покупцями можуть бути будь-які фізичні та юридичні особи.

Головною метою проведення первинного публічного розміщення є отримання так званого “прибутку засновників” — прибутку засновників акціонерних товариств у вигляді різниці між сумою від продажу випущених акцій та капіталом,

² Aggarwal R. Stabilization activities by underwriters after initial public offering. *Journal of Finance* 55: 1075-1103, 2000; Aggarwal R. Allocation of initial public offering and flipping activity. *Journal of Financial Economics* 68: 111-135, 2003; Aggarwal R., Prabhala N. and Puri M. Institutional allocation in initial public offerings: empirical evidence. *Journal of Finance* 55: 1075-1103, 2002.

³ Cornelli F. and Goldreich D. Bookbuilding and strategic allocation // *Journal of Finance* 2337-2369, 2001; Cornelli F. and Goldreich D. Bookbuilding: how informative is the order book? // Unpublished London Business School working paper, 2002.

⁴ Ljungqvist A., Jenkinson T. and Wilhelm M., 2003. Global integration in primary equity markets: the role of US banks and US investors // *Review of Financial Studies* 16: 63-99; Ljungqvist A. and Wilhelm W., 2001. IPO allocation: discriminatory or discretionary? // Working paper, Stern School of Business, New York University.

⁵ Lowry M., 2002. Why does IPO volume fluctuate so much? // *Journal of Financial Economics*; Lowry M. and Schwert W., 2003. Is IPO pricing process efficient? // Working paper, University of Rochester and NBER.

⁶ Ritter J.R., 2003. *Investment Banking and Securities Issuance* / Ed. by G.Constantinides, M. Harris, and R.Stultz *Handbook of the Economics of Finance*, North Holland, Amsterdam; Ritter, J.R. and Welch I., 2002, A review of IPO activity, pricing and allocation // *Journal of Finance* 57: 1795-1828; Ritter J.R., 2003. Difference between European and American IPO markets, *European Financial Management* 9: 421-434; Ritter J.R., 1991. The long-run performance of initial public offerings // *Journal of Finance* 46: 3-27.

⁷ Лукашов А. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании // *Управление корпоративными финансами*. — 2004. — № 4. — С. 21—41; Лукашов А. IPO: от I до O: Пособ. для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 257 с.

⁸ Волкова Е., Макарова В., Никифорова В. IPO — путь к биржевому рынку. Практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2008. — 352 с.

⁹ Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 350 с.

¹⁰ Гвардин С.В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. — М.: Вершина, 2007. — 264 с.

¹¹ Мертенс А.В. Инвестиции. Курс лекций по современной финансовой теории — К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. — 416 с.

¹² Шелудько В.М. Фінансовий ринок. — К.: Знання, 2006. — 535 с.

що дійсно вкладений ними в акціонерне товариство. Можливість отримання прибутку засновниками пов'язана з тим, що ціна акції являє собою капіталізований дивіденд (за ставкою процента), в той час як реально вкладений капітал приносить прибуток за вищою, ніж ставка процента, середньою нормою прибутку.

Проте поява публічних компаній у певній галузі виробництва надалі призводить до того, що капітал у цій галузі приносить не середній прибуток, а тільки процент. Цей процес спонукає приватні компанії або ставати публічними, або використовувати свій капітал у іншій галузі.

Відчуження цінних паперів на користь покупців у результаті проведеного первинного публічного розміщення є кінцевою стадією цілого ряду дій та процедур, які здійснює емітент, аби максимально ефективно продати запропоновані цінні папери на ринку. В загальних рисах первинне публічне розміщення включає в себе чотири основних етапи:

I. Попередній етап:

1. Початок формування кредитної історії: використання кредитів, вексельних та облигаційних позик.

2. Приведення фінансової звітності у відповідність до міжнародних стандартів.

3. Оцінка альтернативних IPO-джерел фінансування з точки зору стратегічних цілей компанії та власників.

4. Критичний аналіз свого фінансово-господарського стану, організаційної структури та структури активів, інформаційної прозорості, практики корпоративного управління та інших аспектів діяльності. За результатами аналізу — усунення виявлених недоліків, які можуть завадити успішному розміщенню акцій на фондовому ринку.

II. Підготовчий етап (за підсумками попереднього етапу з урахуванням усунутих недоліків перспектива проведення первинного публічного розміщення оцінюється емітентом позитивно):

1. Вибір консультантів, брокерів, андерайтера — з їхньою допомогою визначаються параметри розміщення (обсягу розміщення, ціни акцій і справедливої вартості пакету загалом, майданчика, структури угоди, структури інвесторів).

2. Розробка плану розміщення.

3. Реалізація премаркетингу: збір думок інвесторів та інвестиційних аналітиків щодо критеріїв оцінки компаній аналогічного типу, такої самої галузі, цієї країни на майданчику обраного типу цільовими інвесторами.

4. Прийняття радою директорів рішення про випуск акцій.

5. Формування проектної команди, вибір партнерів: фінансового, юридичного консультантів, аудитора, консультанта з маркетингу агенції “executive search&board consultancy” для пошуку незалежних директорів та їх введення до складу ради директорів компанії.

6. Проведення “due diligence” юридичним консультантом, аудитором, фінансовим консультантом, андерайтером.

III. Основний етап:

1. Розкриття інформації про компанію серед широкого кола інвесторів.
2. Визначення діапазону ціни акцій.
3. Оновлення оцінки вартості пакету, що розміщується (за результатами “due-diligence” та оцінки кон’юнктури ринку).
4. Випуск попереднього проспекту. Проведення аналізу проспекту емісії незалежним аудитором.
5. Організація road-show: презентація компанії потенційним інвесторам.
6. Випуск остаточного проспекту. Проведення його незалежного аналізу аудитором.
7. Розміщення акцій на біржі.

IV. Після розміщення:

1. Робота з інвесторами, публікація регулярної звітності, підтримка корпоративного сайту (профілю інвестора), розкриття важливих фактів із життя компанії, випуск аналітичних звітів, організація виступів топ-менеджерів на міжнародних форумах і дискусійних майданчиках, зустрічей топ-менеджерів із великими інвесторами або фонд-менеджерами, організація прес-супроводу діяльності компанії.

2. Повторне розміщення.

Розміщувати акції українських компаній за кордоном складніше й дорожче, ніж в Україні. Тому компанії, що планують вийти на закордонний фондовий ринок, повинні відповідати вищим вимогам стосовно фінансової звітності, корпоративного управління, вимогам з розкриття фінансової та іншої інформації. Разом із тим проведення первинного публічного розміщення за кордоном має низку переваг:

- можливість отримання вищої ринкової оцінки компанії;
- доступ до фондового ринку, який незрівнянно більший за капіталомісткістю, набагато ефективніше організований, володіє значно ширшим набором інструментів та механізмів фінансування, що точно відповідають цілям і завданням емітента, і схильний фінансувати навіть невеликі за розмірами компанії;
- забезпечення підвищеної ліквідності акцій, не досяжної на українському ринку цінних паперів, і перетворення їх за рахунок цього на засіб платежу: акції, що мають ліквідність на престижних зарубіжних майданчиках, можуть бути застосовані як застава для одержання боргового фінансування, використані замість коштів для придбання інших компаній, заохочення середнього й вищого менеджменту. За потреби власники компанії можуть продавати акції дрібними партіями через біржові механізми портфельним інвесторам, забезпечуючи особисті потреби у вільних коштах без втрати контролю над бізнесом;
- кращі умови для збереження контролю над підприємством: для залучення певного обсягу коштів за кордоном може знадобитися у 3-5 разів менше нових акцій, що означає набагато менше розмивання пакету первісних власників.

У результаті компанія має більше шансів віддати малий пакет своїх акцій і при цьому залучити значний обсяг фінансування;

— підвищення загального статусу, кредитного рейтингу і престижу компанії, що полегшує їй налагодження комерційних зв'язків і залучення позик за кордоном, де ці кошти залишаються дешевшими, ніж в Україні, й надаються на триваліший термін;

— посилення економічної безпеки власників компанії, що здобула зарубіжний публічний статус, за рахунок переходу в міжнародну площину адміністративних, політичних та інших ризиків.

Сьогодні на міжнародному ринку капіталу виділилося кілька бірж, що домінують у економічному співтоваристві й характеризуються найвищою капіталізацією, значними обсягами торгів і найбільшою ліквідністю: Нью-Йоркська (NYSE Euronext), Лондонська (London Stock Exchange — LSE), Токійська (TSE) фондової біржі та американська електронна біржа NASDAQ. На них обертаються цінні папери й похідні фінансові продукти найвідоміших компаній, у тому числі депозитарні розписки та вторинні розміщення іноземних організацій. Клієнтами цих бірж є як регіональні, так і іноземні інвестори з усього світу. Дані щодо капіталізації найбільших міжнародних фондових ринків наведено в табл. 1.

Таблиця 1. Капіталізація найбільших міжнародних фондових ринків у 2005—2006 роках, млн дол. США

№ з/п	Назва біржі	2006	2005	Зміни, %
1	NYSE Group	15 421 167,9	13 632 303,0	13,1 %
2	Tokyo SE	4 614 068,8	4 572 901,0	0,9 %
3	Nasdaq	3 865 003,6	3 603 984,9	7,2 %
4	London SE	3 794 310,3	3 058 182,4	24,1 %
5	Euronext	3 708 150,1	2 706 803,5	37,0 %
6	Hong Kong Exchanges	1 714 953,3	1 482 184,6	15,7 %
7	TSX Group	1 700 708,1	1 221 106,1	39,3 %
8	Deutsche Börse	1 637 609,8	1 054 999,3	55,2 %
9	BME Spanish Exchanges	1 322 915,3	959 910,4	37,8 %
10	Swiss Exchange	1 212 308,4	935 448,3	29,6 %
11	OMX	1 122 705,0	804 014,8	39,6 %

Джерело: Світова федерація фондових бірж //www.world-exchanges.org

Більшість бірж створили або створюють альтернативні ринки: NYSE Euronext — Alternext, LSE — Alternative Investments Market (AIM), Північноєвропейська OMX — First North, Гонконгівська фондова біржа — Growth Enterprise Market (GEM), Франкфуртська фондова біржа (Frankfurter Wertpapier Börse) — Open Market, Варшавська фондова біржа (Warsaw Stock Exchange) — New Connect.

Головною метою цих альтернативних майданчиків є надання можливості залучати кошти невеликим компаніям та заробити інвесторам, які мають схильність

до високого ризику. За 2005—2007 роки із десяти компаній, що провели первинне публічне розміщення на міжнародних фондових ринках, шість зробили це на Альтернативному інвестиційному ринку (AIM), дві — на Варшавській фондовій біржі (WSE), одна — на Лондонській фондовій біржі (LSE) й одна на Франкфуртській фондовій біржі (FWB). Аналіз первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями у 2005—2007 роках на міжнародних фондових біржах наведено в табл. 2.

Таблиця 2. Первинне публічне розміщення акцій українських компаній у 2005—2007 роках

Місяць і рік розміщення	Компанія-емітент	Сектор економіки	Біржа	Пакет акцій, %	Обсяг залучених коштів, млн дол. США
02.2005	Ukrproduct Group	Харчова промисловість	AIM	27,2	11
04.2005	Cardinal Resources	Видобуток нафти	AIM	36,3	19,44
12.2005	XXI Centry Investments	Будівництво, девелопмент*	AIM	35,7	138,7
08.2006	Astarta Holding	Харчова промисловість	WSE	20	31,5
05.2007	TMM	Будівництво	FWB	13,1	105
06.2007	Dragon-Ukrainian Properties & Development	Девелопмент	AIM	100	208
	Ferrexpo AG	Індустрія	LSE	25	400
11.2007	Landkom	Сільське господарство	AIM	54,9	110,6
	Кернел Груп	Харчова промисловість	WSE	36	221
12.2007	Київ-Донбас	Девелопмент	AIM	19,6	130

* Девелопмент — управління об'єктами нерухомості.

Джерело: прес-релізи зазначених компаній.

Проаналізуємо умови первинного публічного розміщення на цих фондових біржах.

Лондонська фондова біржа (LSE) є найбільшою в Європі. На ній розміщено акції 3256 компаній¹³. Ця фондова біржа вважається найбільш інтернаціональною — на ній котируються акції 340 іноземних компаній із 60-ти країн світу¹⁴, а обсяг торгів акціями іноземних емітентів становить 2229 млрд дол. США¹⁵. LSE складається з двох відділень: Основна біржа (The Main Market) і Альтернативний інвестиційний ринок (AIM).

Основна біржа — найпрестижніший майданчик Європи для великих і відомих компаній. Іноземні компанії традиційно розміщують у Лондоні глобальні депозитарні розписки (GDR). А з 1999 року на Основній біржі з'явилися перші європейські депозитарні розписки (EDR)¹⁶. ADR також можуть котируватися на

¹³ Дані на 2006 рік. — [http:// www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

¹⁴ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 928 с.

¹⁵ За даними Світової федерації фондових бірж. — [http:// www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

¹⁶ EDR розроблені Сіті-банком і Паризькою фондовою біржею в 1999 році. EDR надають можливість використання ринку акцій Європи, деномінованих у євро. Програма їх випуску

LSE. Для того щоб вони були допущені до лістингу, компанія повинна виконати такі чотири умови:

- мати фінансові звіти МСФО/GAAP за останніх три роки, перевірені аудиторами;
- визначити спонсора (інвестиційний банк);
- не менш 25 % ADR мають знаходитися в незалежних осіб (у публічному обігу);
- мінімальна сума випуску розписок — 700 млн фунтів стерлінгів (1,4 млрд дол. США).

Альтернативний інвестиційний ринок (AIM) призначений для молодих, інноваційних, швидко зростаючих компаній. Умови для проходження лістингу на AIM досить гнучкі. Зокрема, не існує обов'язкових вимог до мінімального розміру активів емітента чи кількості акцій у публічному обігу. Компанія повинна вибрати офіційного консультанта зі спеціального списку. Він проводить “due diligence” організації й визначає, чи здатна компанія пройти лістинг на AIM. Потім остання повинна підготувати заяву директорів про те, що в неї досить оборотного капіталу для 12-ти місяців роботи, а також документ про допуск на біржу (admission document), що замінює проспект компанії, до якого висуваються суворі вимоги).

До AIM переважно звертаються:

- нові компанії, що швидко зростають і акціонери яких збираються користуватися послугами біржі, проте вважають за доцільне обрати AIM, податкова структура якої простіша, ніж Лондонської біржі;
- компанії з великою кількістю акціонерів;
- компанії, що не мають можливості, або ті, котрі вирішили не виходити на Основну біржу;
- компанії, що не відповідають вимогам Лондонської біржі (через незначну кількість акціонерів, відсутність трирічного фінансового звіту).

Ринок AIM надає компаніям, що перебувають у лістингу, низку певних переваг. Зокрема, присутність на цьому майданчику дає змогу емітентові підвищити капіталізацію, за оцінками експертів, на 60—70 %. Котирування на AIM дає уявлення про реальну ринкову вартість компанії. З виходом на ринок підвищується статус компанії та рівень довіри до неї, формується правильний інвестиційний імідж. Дозвіл на торги на AIM може стати першим кроком до офіційного лістингу на основному майданчику Лондонської фондової біржі, що передбачає залучення компанією фінансових ресурсів у значно більшому обсязі. Дозвіл на торги на AIM треба чекати в середньому три місяці. На цей термін впливають такі чинники, як рід діяльності та капіталізація емітента, точність та відповідність вимогам запиту для допуску

спрямована на повне заміщення звичайних акцій, ADR та GDR і використання вищого попиту на фінансові інструменти на національному ринку, у США чи в Європі для збільшення акціонерного капіталу компанії.

і тривалість юридичної експертизи емітента. Витрати емітента на допуск включають збір за допуск до торгів — 4 тис. фунтів стерлінгів, витрати на консультантів — 300—400 тис. фунтів стерлінгів. Комісія брокера становить 3—6 % від залучених коштів. Таким чином, при розміщенні акцій на суму 10 млн фунтів стерлінгів витрати становлять близько 8,5 %.

Вимоги для виходу на Лондонську фондову біржу наведені в табл. 3.

Таблиця 3. Вимоги до компаній для виходу на Лондонську фондову біржу

Основна біржа	Альтернативний інвестиційний ринок
Корпоративні документи компанії повинні відповідати вимогам Державної комісії з цінних паперів Великобританії (UKLA)	Корпоративні документи мають відповідати вимогам Лондонської фондової біржі
Як правило, до розміщення не допускаються компанії, не менш ніж 25 % акцій яких перебувають у вільному обігу на інших біржах	—
Повинен бути виконаний відповідний міжнародним нормам аудит фінансово-господарської діяльності компанії протягом не менш ніж трьох років	Достатньо одного звіту аудиторів
Необхідне повне розкриття корпоративної інформації про компанію, бенефіціарних власників, фінансові показники, обсяг податкових платежів, ризики, опис операційного бізнесу, організаційної структури компанії, планів щодо використання фінансів тощо	Передбачається розкриття обмеженого обсягу корпоративної інформації про компанію

Джерело: www.londonstockexchange.com.

Слід зазначити, що в перші роки ринкової економіки підприємства СНД найчастіше обирали варіант лістингу на Нью-Йоркській фондовій біржі. Зараз багато провідних компаній орієнтуються на Лондонський фондовий ринок. Однією з причин цього є велика кількість інструментів, що пропонуються цією біржею компаніям (ADR, GDR, EDR, боргові інструменти), тоді як на Нью-Йоркській біржі пропонують тільки ADR і боргові інструменти.

Українські компанії в перспективі постануть перед вибором між Нью-Йоркською та Лондонською фондовими біржами. Тим більше, що перша має плани щодо залучення українських компаній (на альтернативний майданчик Alternext)¹⁷.

Нью-Йоркська фондова біржа є найбільшим у світі ринком за кількістю учасників. На ній зареєстровано понад 4000 найвідоміших у світі компаній із 55-ти країн світу¹⁸. Трансатлантична біржа NYSE Euronext була створена у квітні 2007 року в результаті злиття NYSE Group (США) та Euronext N.V. (Франція). Капіталізація компаній, що котируються на NYSE Euronext, за результатами першого кварталу 2007 року становила 28,5 трлн дол. США, середній обсяг щоденних торгів — 123,4 млрд дол. Біржа має по два рівні лістингу — по два на NYSE та Euronext. Об'єднана біржа ставить за мету розширити присутність у країнах із ринками, які

¹⁷ Шевченко П. NYSE пригласила українцев на Euronext // Коммерсант. — 2007. — № 97. — 14 июн. — <http://www.kommersant.ua>

¹⁸ Draho J. The IPO Decision: Why and How Companies go public. Edward Elgar Pub., 2006.

швидко зростають. Що стосується України, то тут роль біржі може полягати у співробітництві з українськими компаніями у сфері проведення їх первинного публічного розміщення акцій та приватизації акцій великих державних компаній¹⁹. Головними перевагами NYSE Euronext є широке коло американських та європейських інвесторів. На основний майданчик можуть виходити компанії з капіталізацією від 150 млн євро до понад 1 млрд євро.

Представники NYSE, приймаючи рішення про лістинг, звертають увагу не тільки на кількісні та якісні критерії, яким повинна відповідати іноземна компанія, а й на її стратегічну значимість для національних інтересів США. Також враховується перспективність галузі, в якій працює компанія. При розміщенні акцій на NYSE Euronext компанія має задовольняти найсуворішим вимогам стосовно розмірів прибутку, прав володіння акціями, їх розміщення та принципів корпоративного управління. Враховуються й інші вимоги — щодо незалежних членів ради директорів, складу комітету з аудита, права голосу тощо. Перевагами розміщення акцій на Нью-Йоркській фондовій біржі є:

- збільшення частки американських акціонерів компанії. Абсолютна більшість інституціональних інвесторів — фізичні особи США — готові вкладати тільки в такі акції, що зареєстровані в SEC і емітенти яких пройшли лістинг на американській біржі. Тому іноземні компанії, що проводять лістинг у США, істотно підвищують попит американських інвесторів на свої акції порівняно з прямими інвестиціями міжнародних інвестиційних фондів у акції цих самих емітентів на вітчизняних ринках;

- підвищення показників оцінки компанії. Високий відсоток американських акціонерів компанії, звітність компанії за US GAAP/IFRS і переваги NYSE Euronext привертають увагу інвестиційного співтовариства США до такої компанії й підвищують оцінку її вартості;

- акції компанії стають “валютою” для купівлі компаній у США. Акції, зареєстровані в SEC і які пройшли попередній лістинг на NYSE Euronext, можуть бути використані в угодах із купівлі компаній у США як платіжний засіб;

- підвищення рівня довіри до компанії. Для багатьох інвесторів, посередників та контрагентів лістинг на NYSE Euronext підвищує рівень довіри до компанії й позиціонує її як глобального лідера у відповідній галузі;

- підвищення популярності компанії. Біржа NYSE Euronext надає компаніям-емітентам різні можливості інформувати про їхній бізнес співтовариство США. Для цього біржа організує заходи з активною участю компанії-емітента безпосередньо в торговому залі NYSE Euronext, використовує величезний потенціал інтернет-сайту NYSE Euronext і забезпечує компаніям-емітентам привілейований доступ до репортерів ділових ЗМІ США. Вимоги до компаній, які хочуть вийти на NYSE Euronext, наведені в табл. 4.

¹⁹ Як приклад, Фонд державного майна збирається провести розміщення 37,86 % акцій “Укртелекому” на LSE (головний конкурент NYSE Euronext у Європі).

Таблиця 4. Вимоги до компаній для виходу на біржу NYSE Euronext

Критерії	NYSE	Euronext
Кількість публічних проданих акцій	Мінімум 2,5 млн шт.	Мінімум 25 % від загальної кількості
Вимоги до фінансових показників	До сукупної капіталізації, доходу за останніх 12 місяців, сукупного грошового потоку за 3 роки, розміру cash flow за останніх 2 роки	Відсутні
Термін, за який надається звітність	3 роки	3 роки
Необхідність проведення аудита поданої звітності	Так	Так
Стандарт звітності	U.S.GAAP	IFRS

Джерело: Deloitte & Touche CIS.

Варшавська фондова біржа є однією з найбільших у Центральній та Східній Європі. Лістинг на цій біржі має 271 компанія із сумарною капіталізацією в розмірі 219 млрд дол. США. Умови та вимоги до лістингу для компанії на Варшавській фондовій біржі наведені в табл. 5.

Таблиця 5. Вимоги до компаній для виходу на Варшавську фондову біржу

Оборот компанії	5 млн євро
Ринкова капіталізація компанії	725 тис. євро
Частка акцій у вільному обігу, %	2,5
Фінансова й бухгалтерська звітність за три роки	Ні
Річна фінансова й бухгалтерська звітність	Так
Термін існування компанії	1 рік
Процедура проходження лістингу	
Вихід через одного менеджера випуску	Так
Наявність маркет-мейкера	Так
Вартість лістингу	16 тис. євро
Загальні витрати від обсягу залучених ресурсів, %	5—10
Термін проходження лістингу	
Офіційно (місяців)	Не визначено

Джерело: Варшавська фондова біржа.

А якщо емітент бажає розмістити акції на **New-Connect**, альтернативному майданчику Варшавської фондової біржі, то він повинен дотримуватися принципів корпоративного управління з урахуванням специфіки компаній, що котируються, й надати:

- поточні звіти (відомості про події, які істотно впливають на економічне становище емітента або на ціну фінансових інструментів) — розкриваються за бажанням емітента;
- періодичні звіти (консолідовані чи неконсолідовані);

- квартальні звіти — не вимагається;
- піврічні звіти (без аудиторської перевірки, деякі фінансові коефіцієнти — на власний розсуд емітента);
- річні звіти (перевірені аудитором);
- міжнародно визнані стандарти фінансової звітності або стандарти фінансової звітності країни місцезнаходження емітента польською чи англійською мовою.

Аналізуючи первинне публічне розміщення акцій, подамо інформацію про Франкфуртську фондову біржу, оскільки на ній котируються акції української будівельної компанії “ТММ”.

Франкфуртська фондова біржа (FWB) — найбільша німецька й одна з найкрупніших світових бірж. Оператором майданчика є Deutsche Börse Group AG. На біржі мають лістинг 764 компанії. Обсяг торгів становить 1,915 трлн дол. США (2005 рік), капіталізація — 1,303 трлн дол. (2006 рік), прибуток — 558,7 млн дол.

Аналізуючи питання доцільності проведення первинного публічного розміщення на закордонних торгових майданчиках, слід наголосити: перші роки обігу акцій українських компаній на міжнародному ринку після проведення IPO засвідчили, що важливим є не тільки місце розміщення акцій, а й те, як менеджмент компанії зміг забезпечити зростання капіталізації й, відповідно, потенційний зиск інвесторів.

Виокремимо переваги проведення первинного публічного розміщення для компаній.

1. Залучене фінансування не треба повертати, як у випадку з кредитами чи облігаціями. Це особливо важливо нині, коли оцінні коефіцієнти українських компаній значно зросли й завдяки цьому вони можуть залучати чималі кошти, розміщуючи свої акції.

2. Первинне публічне розміщення — це визнання компанії третіми сторонами, що вкрай важливо для довіри інвесторів і тривалого ринкового зростання. Крім того, це визначення реальної ринкової вартості бізнесу та перспектива його подальшого зростання, тому що лістинг на фондовій біржі створює премію до вартості завдяки прозорості компанії.

3. Вихід на біржу — це добра нагода чітко визначити цілі компанії на найближчих кілька років відповідно до світових тенденцій і очікувань іноземних інвесторів. Реструктуризація бізнесу, поліпшення показників управління та прозорості, які проводяться перед первинним публічним розміщенням, дають змогу створити максимальну вартість для власників у разі виходу з бізнесу в майбутньому.

4. Первинне публічне розміщення є важливим іміджевим чинником. Компанію, чії акції котируються на міжнародних біржах, сприймають як серйозного партнера.

5. Первинне публічне розміщення передбачає зміну самої стратегії розвитку бізнесу. Головним критерієм ефективності менеджменту стає не прибуток власників, а зростання капіталізації компанії.

6. Відносини менеджменту з інвесторами та акціонерами виходять на інший рівень. У публічній компанії вони старанно регламентовані, щоби зробити керівництво реально незалежним, підконтрольним не окремим особам, а налагодженій процедурі управління.

7. Компанія, яка відповідає вимогам провідних міжнародних бірж, навіть безвідносно до реальних котирувань її акцій, — привабливий клієнт для великих банків — як для видачі їй кредитів, так і для випуску облігацій.

Основні вимоги до компанії, що проводить первинне публічне розміщення, можна поділити на три групи:

1) вимоги до фінансової звітності. Компанія має відповідати міжнародним чи американським стандартам, або й тим і тим, упродовж як мінімум останніх трьох років. Крім цього, вона має пройти аудит, обов'язково — однієї з компаній “великої трійки”;

2) вимоги до прозорості управлінської схеми компанії та схеми її власності. У компанії має бути чіткий розподіл повноважень менеджменту всіх ланок. Внутрішні документи повинні регламентувати, хто які рішення приймає, хто в якій формі, в які строки й перед ким звітує. Система управління компанії також має відповідати західним стандартам і не містити нічого зайвого та нового для інвесторів. Схема власності та корпоративних прав має бути прозорою. Якщо первинне публічне розміщення здійснює холдинг, що об'єднує компанії, які працюють на різних ринках, потрібно продемонструвати необхідність такої диверсифікації. Інакше в очах інвесторів це виглядатиме розпиленням коштів або оптимізацією оподаткування. Крім того, холдинг має бути спроможний подавати консолідовану звітність;

3) вимоги до захисту прав інвесторів. Ключові власники повинні вибудувати таку схему управління бізнесом, щоб у міноритаріїв не виникло жодних підозр.

До українських компаній, які розглядають можливість проведення первинного публічного розміщення у 2008 році і при цьому готові до розміщення своїх акцій серед іноземних інвесторів, належать “Надра банк”, “Інтерпайп”, “Дніпророспецсталь”. Ці компанії залучатимуть кошти на Лондонській біржі, орієнтовно 2 млрд дол. США. Плюс-Банк (колишній КБ “Прикарпаття”) буде другим із запропонованих вітчизняних банків на первинне публічне розміщення, яке буде проводитися на Варшавській біржі²⁰.

Протягом 2006—2007 років 24 українські компанії заявили про підготовку до первинного публічного розміщення, а саме: холдинг “Атлант-М”, Укргазбанк, банк “Фінанси та кредит”, Міжнародний іпотечний банк, Родовід-банк, КрАЗ, ДТЕК, “Метінвест”, “Галнафтогаз”, “Стирол”, “Миرونівський хлібопродукт”, Одеський коньячний завод, “Олімп”, “Союз-Віктан”, “Дата груп”, “Укртелеком”,

²⁰ Дубинский А. Getin выведет Плюс-Банк на IPO // Экономические известия. — 2007. — № 214 (747). 3 дек. — <http://www.eizvestia.com>

“Норд”, “Дакор”, промислова група “Креатив”, “Росава”, СК “Універсальна”, Індустріальний союз Донбасу, “Фуршет”, “Milkiland”²¹.

Головним чинником первинного публічного розміщення у 2008 році є можлива рецесія американської економіки, яка вплине на інвесторів і, відповідно, на ціну акцій українських емітентів, знижуючи її.

Наразі розміщувати акції за кордоном для українських компаній дуже вигідно. Але потрібно розвивати інфраструктуру українського фондового ринку, щоб вітчизняні компанії проводили первинне публічне розміщення в Україні. До речі, ПФТС проводить роботу з підготовки спеціального майданчика для проведення такого розміщення. Також Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку збирається заохочувати українські компанії проводити первинне публічне розміщення в нашій країні²². Для цього передбачається зобов'язати українських емітентів перед виходом на міжнародні біржі проходити лістинг на вітчизняних біржах (обсяг розміщення має становити не більш ніж 30 % від загальної кількості акцій емітента). Як свідчить проведений аналіз, ці вимоги не є істотним обмеженням для українських компаній, оскільки майже всі вони надають перевагу розміщенню цінних паперів через афілійовану іноземну компанію.

²¹ *Кукса В.* Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку // Дзеркало тижня. — 2007. — № 35 (664). — 22—28 вер. — <http://www.dt.ua>

²² *Шевченко П.* Украинские компании не пускают за границу // Коммерсант. — 2007. — №98. — 15 июн. — <http://www.kommersant.ua>