

УДК 347.731.12

Харченко Н.В.

*ассистент кафедри фінансов и банківського дела
Приазовського державного технічного університета***МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ В РАЗВИТИИ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ**

В статье определена необходимость выхода украинских компаний на международные фондовые площадки. Обоснована привлекательность Лондонской фондовой биржи для проведения первичного публичного размещения акций путем IPO. Проведен анализ сделок по слиянию и поглощению в Украине и выделены наиболее значимые сделки.

Ключевые слова: фондовые биржи, эмитенты, первичное публичное размещение акций (IPO), капитал, международный рынок капитала.

Харченко Н.В. МІЖНАРОДНІ ФОНДОВІ БІРЖИ В РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

У статті визначена необхідність виходу українських компаній на міжнародні фондові майданчики. Обґрунтовано привабливість Лондонської фондової біржі для проведення первинного публічного розміщення акцій шляхом IPO. Проведений аналіз угод по злиттю та поглинанню в Україні і виділені найбільш значущі угоди.

Ключові слова: фондові біржі, емітенти, первинне публічне розміщення акцій (IPO), капітал, міжнародний ринок капіталу.

Kharchenko N.V. INTERNATIONAL STOCK EXCHANGES IN SHARE MARKET DEVELOPMENT OF UKRAINE

In the article were found the need of Ukrainian companies exit in international stock exchanges. Were substantiated the attractiveness of the London Stock Exchange for shares placement by IPO. Were done the contracts analysis for mergers and acquisitions in Ukraine and separated out the most significant contracts.

Keywords: stock exchanges, issuers, initial public offering (IPO), capital, international market of capital.

Постановка проблеми. Слияния и поглощения являются результатом влияния на тенденции глобализации экономики. Развитие рынка договоров слияний и поглощений в Украине способствует повышению конкурентоспособности отечественных предприятий на мировых рынках. В связи с этим компаниям, которые активно проводят слияния и поглощения в Европе, важно иметь высокую ликвидность.

Для проведения листинга на международном рынке украинские эмитенты ориентируются на регулятивные требования, предъявляемые к ценным бумагам. При этом высокая ликвидность на Лондонской фондовой бирже помогает эмитенту получить справедливую оценку, а нахождение его ценных бумаг в листинге на этой торговой площадке способствует улучшению делового имиджа и повышению доверия инвесторов. Развитие экономики Украины на сегодняшний день осложнено влиянием мирового финансового кризиса, поэтому возможность выхода отечественных эмитентов на зарубежные фондовые биржи в современных условиях нуждается в дальнейшем исследовании.

Анализ последних исследований и публикаций. Проблемы и перспективы дальнейшего развития отечественного рынка ценных бумаг исследуют много ученых-экономистов, среди которых М. Бурмака, В. Корнеев, В. Лисина, О. Мозговой, В. Оскольский, Г. Терещенко, Е. Шаповалов и т. д. В то же время недостаточно внимания уделяется непосредственно вопросам первичного публичного размещения акций в Украине.

IPO считается одним из важнейших механизмов на рынках капиталов для получения компаниями необходимого объема финансовых ресурсов. Эта проблема имеет научное обоснование. А. Балюк исследует вопросы оттока капитала из Украины через неорганизованный рынок ценных бумаг, необходимость ужесточения требований к торговцам ценными бумагами, а также последствия прихода в Украину российских и западных фондовых бирж. В. Ковалева делает акцент на выявлении причин отставания украинского фондового рынка от европейских фон-

довых площадок и определяет пути внедрения европейских стандартов на украинский фондовый рынок. С. Червякова определяет особенности осуществления отечественными предприятиями IPO на международных фондовых площадках.

Весомые научные исследования и публикации с обоснованием инвестиционных решений, применения первичного публичного размещения акций на пути к привлечению инвестиций, преимуществ и требований IPO составили труды зарубежных и отечественных ученых-экономистов – М. Благонравина, П. Гайдучко, П. Гулькина, С. Гвардина, Д. Зигеля, В. Кукса, М. Ларина, О. Мозгового, А. Рогача, Д. Редхеда, В. Селика, С. Хьюса и т. д. Однако нерешенными остаются вопросы относительно интенсификации процесса выхода украинских предприятий на зарубежные торговые площадки, в частности на Лондонскую фондовую биржу.

Постановка задания. На основании изложенного можно сформулировать исследование, которое состоит в определении необходимости выхода украинских компаний на международные фондовые площадки, а также в обосновании привлекательности Лондонской фондовой биржи для проведения первичного публичного размещения акций.

Изложение основного материала. В последние годы на украинском рынке слияний и поглощений наблюдается рост количества и объемов сделок. Лидирующие позиции в этой сфере занимает финансовый сектор. Более половины сделок слияний и поглощений на украинском рынке осуществлялось с участием иностранных инвесторов.

Поглощение, в отличие от слияния, носит признаки формального объединения, в основе которых лежит передача собственности. Поглощение связано с юридическим оформлением права собственности, а не форм деятельности. Юридическое оформление изменений в структуре компании-поглотителя может наступить после реализации процесса поглощения, а может и не наступить в зависимости от поведения владельца относительно объекта поглощения.

Анализируя сделки по слиянию и поглощению в Украине за 2010-2011 годы (табл. 1), можно отме-

тить несколько тенденций. В 2010 году российские инвесторы фактически являлись крупнейшим иностранным поглотителем в украинской экономике. Группа инвесторов Carbofer, при финансовой поддержке ВЭБа, приобрела контрольный пакет корпорации «Индустриальный союз Донбасса». Сумма сделки оценивается в пределах от 1 до 2 млрд. долл. В 2011 году группа российских инвесторов, финансируемая ВЭБом, приобрела «Запорожсталь», по разным данным за 0,85-1,7 млрд. долл. Кроме того, россияне купили «Лугансктепловоз» за 54 млн. долл. К «Русскому стандарту» перешла компания Nemiroff, один из крупнейших украинских производителей алкоголя.

Активно проявляли интерес к украинским активам и западные инвесторы. По количеству сделок лидером является фонд прямых инвестиций Horizon Capital, который приобрел доли в «Витмарк-Украина» и «Датагруп», а также стал владельцем 100% страховой компании «Фортис Страхование Жизни Украина». Польский Abris Capital Partners купил сеть продуктовых магазинов «Торговий світ», а фонд Euroventure вошел в число акционеров компании «Агроконтракт».

Крупнейшим поглотителем среди отечественных инвесторов является компания СКМ, которая интересовалась не только металлургическими активами, но и приобрела компанию «Фармация Донбасса», банк «Ренессанс Кредит», стала совладельцем киевского ЦУМа, а также было произведено объединение двух коммерческих банков – «ПУМБ» и «Донгорбанк».

В таблице 1 представлены наиболее значимые сделки по слияниям и поглощениям.

Данные таблицы 1 свидетельствуют, что наибольшая сумма сделки была в 2010 году по ММК им. Ильича, а в 2011 году – по Укртелекому.

Когда компания выбирает фондовую биржу, то она может быть ориентирована как на местный рынок, так и на международный. Если украинские компании заинтересованы в местном присутствии, они выбирают для IPO Польшу или Украину. А эмитенты, желающие выйти на международный рынок, выбирают Лондон. На Лондонской фондовой бирже

в основном котировались акции украинских компаний, целью которых было привлечение международных инвесторов. Кроме того, LSE позиционирует себя и как дополнительный рынок. Если акции уже котируются на каком-либо местном рынке, это не означает, что они не могут попасть в листинг на Лондонской фондовой бирже.

Высокая ликвидность на LSE помогает эмитенту получить справедливую оценку компании. Это важно особенно для предприятий, которые проводят агрессивные слияния и поглощения и часто приобретают активы в Европе. Лондонский листинг ценных бумаг позволяет рассчитывать за компанию, которую они хотят приобрести, не только деньгами, но и акциями. Это становится возможным, поскольку покупатели уверены в качестве ценных бумаг, внесенных в листинг LSE, так как на этой бирже очень высокие регулятивные требования к эмитентам. [10]

В последние годы наиболее ликвидные отечественные компании предпочитали проводить IPO на Лондонской фондовой бирже (LSE), где эмитенты в среднем привлекают 200-500 млн. долл. Лондонская фондовая биржа – это одна из крупнейших фондовых площадок в мире. В 2011 году общая рыночная капитализация компаний, акции которых котируются на LSE, составила 6,4 млрд. долл. По этому показателю Лондонскую биржу превосходит только Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE Euronext), где общая капитализация компаний за этот же период составила около 13,1 млрд. долл. [9]

На Лондонской фондовой бирже котируются акции около 600 международных компаний. Поэтому здесь сосредоточен большой объем капитала, высокая ликвидность, а также доверие инвесторов к компаниям, представленным в листинге LSE.

Финансовым регулятором Великобритании (FSA) разработаны рекомендации относительно прохождения листинга на биржах UKLA (United Kingdom Listing Authorities – Администрация Великобритании по листингу), согласно которым, руководство листинговых компаний должно раскрывать на бирже значимую информацию относительно хозяйственной деятельности эмитента и его финансового состояния (табл. 2), при-

Таблица 1

Сделки по слияниям и поглощениям в 2010-2011 гг.

Объект	Покупатель	Дата	Доля, %	Сумма сделки, млн. долл.
Индустриальный союз Донбасса	Carbofer Group S.A. и группа инвесторов (ВЭБ)	01.2010	51	от 1 до 2 млрд. долл.
Allseeds Group	Kernel Group	01-03.2010	Контрольный пакет -75	до 100
Техноком (ТМ «Мивина»)	Nestle	02.2010	100	до 140
Sentral European Media Enterprises		04.2010	51	308
Vikoil (сеть АЗС)	TNK BP	05.2010	100	313
Запорожсталь	Российский инвестор (ВЭБ)	05-06.2010	50	850
Концерн «Стирол»	Group DF	09.2010	Контрольный пакет	500-600
ММК им. Ильича	System Capital Management	11.2010	75	от 467 до 1800
Vab Банк	Группа международных инвесторов	01.2011	84	69
Банк «Ренессанс Кредит»	СКМ	03.2011	100	н/д
Азот (Черкасы)	Group DF	03.2011	н/д	700-800
Сахарный союз «Укррос»	Kernel Group	03.2011	71	42
Лугансктепловоз	Трансмашхолдинг (Россия)	03.2011	76	58,5
КП Медиа	УМХ	04.2011	53	н/д
Укртелеком	ЕСУ	05.2011	92,8	1320
Надра Банк	Centragas Holding AG	05.2011	90	440

нимая на себя все риски, связанные с разглашением данных. Также обращают внимание руководства на связь между количеством размещенных акций и их ликвидностью на рынке, планированием финансовой работы, направленной прежде всего на перспективное развитие предприятия, а не на краткосрочное привлечение средств для текущих потребностей [7].

IPO зависит от ситуации на мировых фондовых рынках. Компаний из Украины, планирующих разместить свои акции на LSE до начала второй волны финансового кризиса, было достаточно много. В 2011 году было проведено 67 IPO на LSE, в ходе которых компании привлекли более 13 млрд. долл. Однако инвесторы предпочитают вкладывать деньги в рынки с более стабильными перспективами роста.

Что касается украинских компаний, то за последние годы только две компании из Украины провели IPO в Лондоне. Пример успешного размещения депозитарных расписок компаний: «Avangard» путем проведения IPO и осуществление SPO «Мироновским хлебопродуктом (МНП)» в 2010 году. Они привлекли 187,5 млн. долл. и 165 млн. долл. соответственно.

Минимальное требование к доле ценных бумаг в свободном обращении на LSE составляет 25%. Это означает, что после проведения IPO компания несет ответственность перед своими акционерами. Она должна регулярно раскрывать информацию о себе и поддерживать связь с акционерами. Это требует создания специального департамента, который будет отвечать за связь с инвесторами из разных стран и информировать их о происходящих изменениях в компании. При этом эмитент должен учитывать, что IPO и поддержание регулятивных требований, в том числе по раскрытию информации, также имеют свою

стоимость. Поэтому необходимо соотносить эти затраты с финансовыми ресурсами, которые планируется привлечь [1].

Минимальное требование к доле бумаг в свободном обращении (25%) достаточно высокое. Это может привести к попыткам недружественного поглощения. Но на LSE есть требование: акционеры, владеющие более 3% акций компании, должны раскрывать свои имена. Кроме того, существует Takeover Code (кодекс слияний и поглощений), который применяется к компаниям с листингом в премиальном сегменте.

Этот кодекс, в частности, предполагает, что если пакет акций, который контролирует одно лицо, превышает 10%, то это лицо обязано выкупить ценные бумаги у других миноритарных акционеров, если они пожелают, по самой высокой биржевой цене за последние 12 месяцев. Информация о том, что если кто-то из миноритариев приобрел более 3% акций компании, то это может защитить мажоритарного акционера от недружественного поглощения, так как пытающиеся акционеры будут знать, что кто-то пытается купить значительную долю в компании. Это означает, что они могут самостоятельно начать скупку акций своей компании на рынке.

Акции большинства украинских компаний сложно продать при сложившейся негативной ситуации на рынке, так как ликвидность создается только тогда, когда существует диверсификация между местным и иностранным интересом. Они часто имеют противоположные стратегии. На начальном этапе компаниям необходимо поддерживать ликвидность своих ценных бумаг. Компания с низкой ликвидностью в листинге на Лондонской фондовой бирже находится не может.

Таблица 2

Правила раскрытия информации и обеспечения прозрачности на Лондонской фондовой бирже

Ключевые критерии допуска	Премиум – обыкновенные акции	Стандарт-акции	Стандарт – депозитарные расписки
Ценные бумаги в свободном обращении	25%	25%	25%
Наличие заверенной аудитором финансовой информации за прошлые периоды	три года	три года или меньший срок	три года или меньший срок
Наличие данных, свидетельствующих о положительной рентабельности 75 процентов заявителя за трехлетний период	требуется	нет	нет
Контроль над большинством активов в течение трех лет	требуется	нет	нет
Требование справки об оборотном капитале	требуется	нет	нет
Спонсор	требуется	нет	нет
<i>Ключевые постоянные обязательства</i>			
Ценные бумаги в свободном обращении (%)	25%	25%	25%
Годовая финансовая отчетность	требуется	требуется	требуется
Полугодовая финансовая отчетность	требуется	требуется	нет
Промежуточная управленческая отчетность	требуется	требуется	нет
МСФО ЕС или эквивалент	требуется	требуется	требуется
Кодекс корпоративного управления Великобритании	соблюдение либо объяснение причин несоблюдения	нет	нет
Типовой кодекс	применяется	нет	нет
Преимущественные права приобретения	требуется	согласно соответствующему законодательству о компаниях	нет
Значительные сделки (критерии классификации (Class tests))	правила применяются	нет	нет
Сделки с заинтересованными лицами	правила применяются	нет	нет
Аннулирование	требуется утверждение 75 процентами акционеров	утверждение акционерами не требуется	утверждение акционерами не требуется

В перспективе в намерения LSE входит установление контакта между английскими, европейскими инвесторами и украинскими эмитентами, помощь в создании большего доступа украинских ценных бумаг на лондонскую торговую площадку, помощь украинскому государственному регулятору в приведении нормативной базы к международным стандартам.

В планах украинского регулятора – перспективное сотрудничество с международными фондовыми биржами, и одно из центральных мест занимает Лондонская фондовая биржа. Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (НКЦБФР) намерена содействовать украинским эмитентам в организации более доступного вывода их ценных бумаг на международные торговые площадки, раскрытия инвестиционного потенциала украинских предприятий [8].

Сдерживающими факторами для обращения иностранных ценных бумаг в Украине являются также национальное законодательство о валютном регулировании и проблеме с защитой прав инвесторов (акционеров). На сегодняшний день важными являются партнерские отношения украинского фондового рынка с Лондонской фондовой биржей. Отечественные эмитенты вынуждены были сами решать проблемы, связанные с выходом на внешние торговые площадки, что является сложным для украинского бизнеса. Главным является не только возможность выхода на Лондонскую биржу украинских эмитентов, но и привлечение иностранных ценных бумаг в Украину. Для эмитентов получение поддержки со стороны регулятора и содействие для украинского фондового рынка со стороны Лондонской фондовой биржи даст возможность выйти за пределы Украины. Развитие потенциала украинского фондового рынка позволит привлечь предприятиям финансовые ресурсы на зарубежных фондовых биржах и решить финансовые проблемы обеспечения дальнейшего развития.

Выводы, сделанные в результате исследования. В последние годы на украинском рынке слияний и поглощений наблюдается рост количества и объемов сделок. Более половины сделок слияний и поглощений на украинском рынке осуществлялось с участием иностранных инвесторов. Когда компания выбирает фондовую биржу, то она может быть ориентирована как на местный рынок, так и на международный. Высокая ликвидность на Лондонской фондовой бирже помогает эмитенту получить справедливую оценку компании. Это важно особенно для предприятий, которые проводят агрессивные слияния и поглощения и часто приобретают активы в Европе. Покупатели уверены в качестве ценных бумаг, внесенных в листинг LSE, так как на этой бирже очень высокие регулятивные требования к эмитентам.

Минимальное требование к доле бумаг в свободном обращении (25%) достаточно высокое. Это может привести к попыткам недружественного поглощения. На LSE есть требование: акционеры, владеющие более 3% акций компании, должны раскрывать свои имена и существует Takeover Code (кодекс слияний и поглощений), который применяется к компаниям с листингом в премиальном сегменте.

За последние годы только две компании из Украины провели IPO в Лондоне. Пример успешного размещения депозитарных расписок компаний: «Avangard» путем проведения IPO и осуществление SPO «Мироновским хлебопродуктом (МНР)» в 2010 году. Они привлекли 187,5 млн. долл. и 165 млн. долл. соответственно.

Для того чтобы у отечественных компаний не возникали трудности с выходом и размещением ценных бумаг на зарубежных фондовых биржах, необходимо реформирование украинского законодательства относительно:

- раскрытия информации о бизнесе компании, ее собственников, обнародование финансовой отчетности;
- системы налогообложения эмиссионного дохода и дивидендов;
- снятия ограничений валютного, банковского законодательства при поступлении в Украину денежных средств, привлеченных за пределами Украины при проведении IPO;
- обеспечения прозрачности размещения украинскими эмитентами акций на иностранных фондовых биржах;
- полноценного правового обеспечения контроля государственных органов за применением действующего законодательства в сфере фондового рынка;
- синхронизации украинской юридической терминологии в сфере ценных бумаг с международной для избежания несоответствий между отечественным и иностранным законодательством.

Новое законодательство должно способствовать развитию фондового рынка Украины и обеспечить возможность беспрепятственного выхода отечественным эмитентам на зарубежные фондовые биржи с целью привлечения необходимого объема финансовых ресурсов.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Вишневская Е. IPO на рынке Украины – есть шансы! [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.dengi-info.com/archive/article.php?aid=1445>.
2. Балюк А. Наша цель сегодня – не допустить «бегство» украинских ценных бумаг на зарубежные фондовые площадки [Текст] / А. Балюк // Бизнес. – 2007. – № 9.
3. Благодравин М. Как сделать будущее прозрачным [Текст] / М. Благодравин // Эксперт Украина. – 2006. – № 5.
4. Ковалева В. По ком рычит медведь [Текст] / В. Ковалева // Эксперт Украина. – 2006. – № 35.
5. Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку / В. Кукса // Дзеркало тижня. – 2010. – № 35(664).
6. Ларин М. IPO-дром для українських компаній [Текст] / М. Ларин // Правовий тижень. – № 29(207) від 20 липня 2010.
7. Листинг на Лондонской фондовой бирже. Руководство по листингу акций класса «стандарт» и листингу депозитарных расписок [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/assets/Standard-listing-of-Equity-rus_23-02-2011.pdf.
8. Лондонская фондовая биржа планирует привлечь украинские компании на свою площадку – 11 июня 2012 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.p-p.u.ru/news/current_news/406.html.
9. Обзор рынка IPO в Европе 2011 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/assets/ipo-watch-europe-2011-rus.pdf.
10. Руководство по листингу на Лондонской фондовой бирже [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.russianipo.com/publications/2_guide-to-listing_rus.pdf.
11. Скворцов Д. Капитал здесь правит бал [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://institute.gorshenin.ua/news/579_kapital_zdes_pravit_bal.html.
12. Хорунжий С. Міжнародні норми обслуговування обігу цінних паперів [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.horuz.narod.ru/st41.htm>.
13. Червякова С. Особливості здійснення вітчизняними підприємствами IPO на міжнародних фондових майданчиках [Текст] / С. Червякова // ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ». – 2008. – № 4.
14. Шапран В, Шепель Д. Тяготы и выгоды прозрачности [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.expert.ua/articles/9/0/50/>.