

А. В. Мазуренко,
аспірант кафедри банківські інвестиції
Київський національний економічний університет

РОЗВИТОК ІРО В УКРАЇНІ

У статті широко вивчене питання стосовно розвитку ІРО на фондовому ринку. Проаналізовані тенденції розвитку, запропоновані статистичні дані українських емітентів, які вже розмістились на міжнародному фондовому ринку. Також пропонується шляхи вирішенні проблеми розміщення цінних паперів на міжнародних ринках.

The article extensively examined issues regarding the development of an IPO on the stock market. The tendencies of proposed statistics Ukrainian companies that already are arranged on the international stock market. Xia also proposed ways of addressing the placement of securities in international markets.

*Ключові слова: ІРО, фондовий ринок, банк, біржа, фінансовий ринок.
Key words: IPO, stock market, banks, stock exchanges, financial market.*

ВСТУП

Розвиток фондового ринку України розпочався з періоду прийняття незалежності в 1991 році. Однією з основних проблем на сьогодні є проблема розміщення цінних паперів на міжнародних ринках. Українські емітенти можуть вийти на міжнародний ринок лише завдяки ІРО, але це досить витратний метод, що триває близько 3 років, тому даним видом розміщення ЦП користуються лише великі підприємства та компанії. Для середніх та малих цей вид розміщення є нерентабельним. На сьогодні держава робить лише перші кроки в вирішенні даної проблеми. В статті піднімаються проблеми по розміщенню українськими емітентами цінних паперів та запропоновані шляхи вирішення їх.

ПОСТАНОВКОЮ ЗАДАЧІ

Мета статті — аналіз ринку ІРО, можливості реалізації ІРО українськими емітентами, проблеми та шляхи вирішення.

РЕЗУЛЬТАТИ

Розвиток світових фінансових ринків веде до значної концентрації капіталів навколо світових фінансових центрів. Ця тенденція розширює можливості використання тимчасово вільних коштів в економіках тих країн, які мають гостру потребу в додатковому капіталі. Зовнішні позики капіталу широко використовуються країнами, що розвиваються, і країнами з перехідною економікою. Такі країни намагаються залучити капітал до своєї економіки шляхом продажу цінних паперів на внутрішніх і зовнішніх фінансових ринках, розміщенням облігаційних позик за кордоном, одержанням приватних, державних кредитів та фінансової допомоги з боку міжнародних організацій тощо. Незважаючи на загострення конкуренції, у процес міжнародної торгівлі капіталами активно включилися країни з низьким і середнім рівнем прибутків. Такі країни складають на сьогодні так званий "ринок, що утворюється". Цей ринок є сприятливим фінансово-економічним середовищем, що притягує до себе все більшу кількість інвестицій.

У країнах із розвивуючою економікою та можливістю вільного переміщення капіталу існує відносний паритет прибутковості капіталовкладень. Утримувачі капіталу постійно шукають напрями вкладання фінансових ресурсів для одержання прибутку, вище паритетного. Однак глобальний інвестор визначає напрям інвестицій з огляду не тільки на рівень прибутковості капіталовкладень, а й на ризикованість таких операцій.

Утримувачі капіталу можуть інвестувати кошти суб'єкта підприємницької діяльності або державі. Таке інвестування може відбуватися або через емісію відповідних зобов'язань (укладання договорів, продаж майна, довгострокова аренда, тощо) або за рахунок цінних паперів. З огляду на мобільність фондового сектора ринку капіталу інвестиції, як правило, реалізуються за допомогою операцій на ринку цінних паперів. Проблема залучення іноземних інвестицій та капіталів "внутрішніх" інвесторів в економіку країни за допомогою цінних паперів потребує, в першу чергу, визначення, що метою будь-якого інвестиційного проекту є економічний інтерес. Цей інтерес може бути зумовлений створенням в країні сприятливого інвестиційного клімату. Пошук інвестором свого місця на ринку країни супроводжується визначенням економічної доцільності вкладання капіталу в економіку такої країни.

Що стосується фондового ринку України, то з кожним днем, набирає обертів, але він ще достатньо повільні порівняно зі світовими тенденціями розвитку. Так, на сьогоднішній день 70% акцій Акціонерних Товариств знаходяться в документарному вигляді, що стримує їх обертання на фондовій біржі. Також існують певні умови, що накладають обмеження для виходу цінних паперів вітчизняних емітентів на іноземні фондові ринки, зменшуючи обсяг можливих іноземних інвестицій в економіку України. Подолання цих обмежень здійснюється за рахунок застосування відповідних правових процедур і використання спеціалізованих фінансових інструментів. З прийняттям Верховною Радою України в 2008 року Закону про "Акціонерні товариства" певні аспекти приведені до міжнародних стандартів: знерухомлення, емітенти повинні бути більш відкритими для інвесторів, щоб вони мали достатню адекватну оцінку підприємств, куди вони хочуть інвестувати.

Світова криза, що розпочалась в 2008 році заділа і Україну. Багато коштів нерезидентів в 2008—2009 роках покинули фондовий ринок України, а їх місці почали маленькими кроками займати національні інвестори. Так в 2009 році почав свій розвиток Інтернет-трейдинг. Фізичним особам дали змогу самим виходити на фондовий ринок та торгува-

ти на ньому, але через ліцензійного торговця, що дало можливість залучити на ринок ще інвестицій. Але цих коштів для українських підприємств замало, оскільки ті кошти, які покинули наш ринок, були в декілька разів більші. Підприємцям все ще на фондовому ринку необхідні іноземні інвестиції.

Одним з потужних інструментів залучення інвестицій на міжнародних ринках капіталу є процедура публічного розміщення акцій (ІРО). Основною метою проведення ІРО є отримання так званого "засновницького прибутку" — прибуток, отриманий засновниками акціонерних товариств у вигляді різниці між сумою від продажу випущених акцій і капіталом, дійсно, вкладеним ними в акціонерне підприємство [6].

До цілей виведення компанії на ІРО відноситься можливість захисту від поглинання недружніми компаніями. Після проведення ІРО компанія стає публічною, звітність — ясною і прозорою, що є пріоритетом більшості компаній [6]. Цінні папери, що випущені у нас в Україні, не можуть виходити на міжнародні ринки з цим зв'язано багато проблем (про це нижче). Тому Акціонерні Компанії змушені випускати і розмішати свої цінні папери закордоном і витрачати час та кошти для цього. Зазначений механізм залучення інвестицій поки, що не набув популярності серед вітчизняних компаній, оскільки, вимагає високого рівня корпоративного управління, прозорості компанії та відповідності її звітності міжнародним стандартам.

Про проблеми обігу цінних паперів вітчизняних емітентів говорили ще з 2006 року, можливість впровадження ІРО в Україні. Вже з другої половини 2010 року знову піднялось це питання. На сьогодні ми маємо такі цифри за даними компанії Dagda, за останні п'ять років вітчизняні компанії провели 59 значущих розміщень, у ході яких залучили 6,2 мільярда доларів. Першою ІРО на майданчику Лондонської фондової біржі (AIM) здійснила 11—18 лютого в 2005 році компанія "Укрпродукт" (точніше, її дочірня компанія Ukrproduct Group), що займається виробництвом молочної продукції. Компанія продала 27,21% акцій, виручивши за це 6 млн англійських фунтів стерлінгів.

Основними біржами для розміщення акцій українських компаній в найближчих декілька років стануть Варшавська фондова біржа (WSE), альтернативний і основний майданчик Лондонської фондової біржі (AIM LSE і LSE), Франкфуртська біржа (FWB). Можливо, агропромислові компанії зацікавляться розміщенням на Шведській біржі (OMX), майданчик спеціалізується на розміщенні акцій агропідприємств [3]. Розміщення українських компаній на азійських біржах на сьогодні є малоймовірним, хоча їх популярність у світі зростає. Зусилля, необхідні для виходу на азійські біржі, перевищують вигоди. Українські компанії вже знають у Лондоні, Франкфурті і Варшаві, а освоєння нових бірж потребує додаткових коштів, яких у компаній не має.

Для вибору майданчика мають значення кілька факторів. Рішення про біржу і країну приймається на основі оцінки можливостей забезпечити при розміщенні максимальний попит і подальшу ліквідність.

Попит на акції компанії залежить від її розміру. За оцінками багатьох експертів, Варшавська фондова біржа є найкращим майданчиком для залучення капіталу середніми українськими компаніями з капіталізацією до 100 мільйонів доларів.

"Сприйняття України як об'єкта для інвестицій досі було обережним, однак на WSE уже є успішні аграрні компанії — "Астарта" і "Кернел", на які будуть орієнтуватися інвестори. Крім того, у розміщенні української компанії на WSE можуть брати участь індивідуальні інвестори, що забезпечить додаткову ліквідність" [1].

Компанії, які почуваються упевнено, планують розміщення у Лондоні. Більш реалістичні власники, яких цікавить ліквідність паперів після розміщення, орієнтуються на Варшаву.

Незважаючи на неоднозначні ринкові умови, у другому кварталі 2010 року глобальний ринок ІРО демонстрував ознаки стабільності і за обсягом залучених коштів, і за кількістю угод. Про це, зокрема, свідчать дослідження провідних консалтингових компаній та фондових майданчиків.

Таблиця 1. Котирування акцій українських компаній, за одну акцію [1]

| Компанія | Максимум 2008 | Січень 2009 | Вересень 2009 | Липень 2010 |
|------------------------------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| Лондонська біржа, фунти стерлінгів | | | | |
| Fergtexpro | 433,8 | 35,0 | 146,6 | 264,9 |
| Ukrproduct | 79,0 | 18,0 | 15,5 | 36,0 |
| MHP | 12,0 | 3,0 | 9,0 | 9,1 |
| DUPD | 20,2 | 3,0 | 13,0 | 25,0 |
| "XXI сторіччя" | 1 425,0 | 7,0 | 22,5 | 27,0 |
| "Авангард" | - | - | - | 8,5 |
| Франкфуртська біржа, євро | | | | |
| "TMM" | 15,25 | 0,3 | 1,1 | 2,8 |
| Варшавська біржа, польські злоти | | | | |
| Kernel | 40,1 | 15,0 | 40,0 | 60,9 |
| Astarta | 49,1 | 8,2 | 26,3 | 57,8 |

Так, за даними Ernst&Young, усього в світі у квітні-червні 2010 року була здійснена 301 операція ІРО, що дало змогу бізнесу залучити більше 46 мільярдів доларів [1].

За перше півріччя 2010 року показник склав 591 угоду загальною вартістю майже 99 мільярдів доларів. При цьому за аналогічний період 2009 року було проведено 134 угоди, сукупний обсяг яких склав 11,8 мільярда доларів.

Лідером з розміщення капіталів у другому кварталі 2010 року став зростаючий азійський ринок. Як і раніше, компанії регіону домінують у міжнародних лістингах.

Успіхи іноземних корпорацій можуть бути гарним прикладом для українських компаній, які планують за рахунок публічних розміщень залучити кошти. Тим більше, що підприємства з пострадянського простору мають більше можливостей для успіху, вважають представники міжнародних фондових бірж.

Пострадянські компанії можуть залучити вдвічі більше коштів, ніж компанії з інших країн, бо вони мають вищий потенціал зростання.

Втім, 2009 рік показав, що цінні папери українських емітентів можуть так само стрімко падати. Під час фінансової кризи акції вітчизняних компаній на європейських майданчиках подешевшали у п'ять-десять разів.

Як видно з табл. 1, обороти по ІРО українських емітентів не такі вже й великі. Про плани вийти на ІРО заявили близько десятка підприємств, серед яких: цукровий союз "Укророс", група "Авангард", холдинг "Агротон", Український Медіа Холдинг. Більшість вітчизняних підприємств готуються до ІРО в 2011—2012 році.

На сьогодні вибір цінних паперів наших агропідприємства невеликий: на Варшавській фондовій біржі котируються папери "Астарты — Київ" і "Кернел Груп", на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі — акції компанії "Укрпродукт Груп" [3].

Втім, компанії, що відклали ІРО до кращих часів, значно більше, ніж підприємств, готових розміститися вже в 2010—2011 роках. Міжнародна консалтингова компанія PBN Company припускає, що у 2011 році на ІРО можуть вийти 20 українських компаній.

Прогнози вітчизняних експертів більш помірковані. Фахівці стверджують, що наразі провести публічні розміщення акцій збираються шість підприємств з українським корінням.

Бізнес може залучити капітал і на альтернативних майданчиках, наприклад, на Alternative Investment Market — AIM — у Лондоні або на недавно створеній біржі ChiNext у китайському місті Шеньчжень.

Такі платформи створюються для залучення до лістингу компаній з малою капіталізацією. При цьому біржі висувають до фірм менші вимоги.

На думку експертів, такий варіант може бути прийнятним для багатьох українських підприємств. Правда, за 2005—2010 роки "альтернативою" скористалися лише вісім українських компаній, залучивши близько 700 мільйонів доларів. Невисока активність викликана слабкою інформованістю про можливості AIM.

Прийнявши рішення про ІРО, компанія має бути готова до дотримання безлічі бюрократичних процедур і не менш багаточисельних правил. Публічні компанії повинні регулярно обнародувати інформацію про свої фінансові показники і власників, які володіють більше 5% компанії [5].

Перш ніж заявляти про плани вийти на ІРО, підприємцям рекомендується за допомогою професіоналів оцінити поточну капіталізацію компанії і вирішити, з яким пакетом акцій вони готові розлучитися.

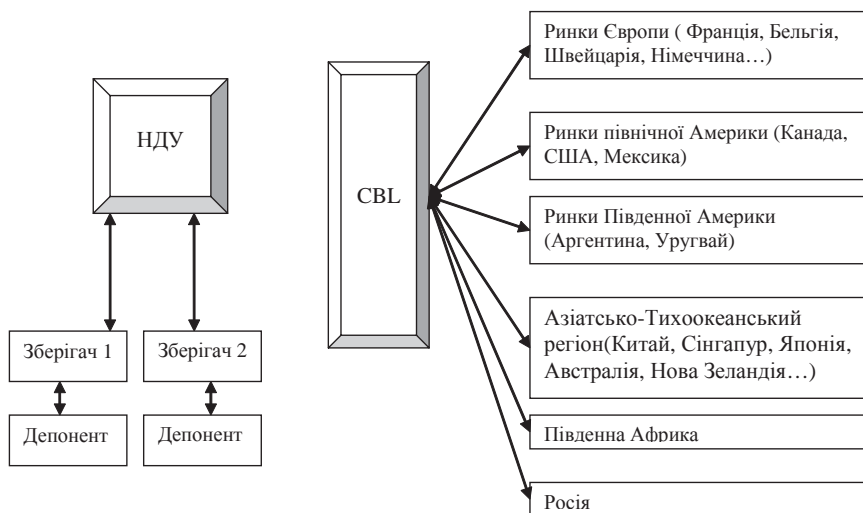


Рис. 1. Взаємодія НДУ з СВЛ

Сьогодні інвестори на іноземних фондових біржах готові вкладати лише у високоліквідні акції, а для забезпечення високої ліквідності емітенту доведеться виставити на торги чималий пакет своїх акцій (від 10%).

Тому, якщо компанія невелика і їй потрібна незначна сума інвестицій (до 50 млн дол.), краще провести приватне розміщення: продати акції невеликій групі зарубіжних інвестиційних фондів.

Якщо мова йде про велике розміщення, його краще робити на основному майданчику, бо витрати на нього не перевищують 1,5—2% від суми залученого капіталу, не враховуючи гонорар фінансового консультанта. Для дрібних розміщень альтернативні точки є більш зручними. За оцінкою Alt education business, час від прийняття рішення про вихід на IPO до першого дня лістингу може в середньому зайняти не менше 3-х років для компанії із колишнього СНД [2].

Отже, в Україні з'явилося декілька десятків компаній, власники яких розглядають можливість провести IPO. При цьому вони готові передати частину контролю над бізнесом інвесторам за ради отримання більш дешевих ресурсів та підвищення конкурентоспроможності.

Головною умовою, за якої очікування інвесторів здійсняться, є також бажання самих підприємців, які виходять на IPO, не працювати за тінновими схемами, збільшити витрати на розвиток підприємства, а також постійно нагадувати про себе на ринку.

Однією з найбільш суттєвих проблем, яка перешкоджає активному виходу українських компаній на IPO, є їх неготовність розкрити інформацію про себе за міжнародними стандартами, а також недостатня кількість кваліфікованих фахівців у сфері підготовки фінансової звітності.

Проте, незважаючи на певні недоліки IPO для вітчизняних компаній, успішне проведення процедури первинного публічного розміщення акцій провідними вітчизняними компаніями підвищить інтерес зовнішніх інвесторів як до самих компаній безпосередньо, так і до українського фондового ринку загалом.

Оскільки останнім часом в Україні на фондовому ринку намагаються відійти від документарного обігу цінних паперів, сконцентруємо увагу на бездокументарній перереєстрації цінних паперів, тобто безпосередньому виході цінних паперів емітентів на іноземні фондові ринки цінних паперів.

Реалізується цей "вихід" через встановлення кореспондентських відношень між центральними депозитаріями двох країн або між центральним депозитарієм країни емітента цінних паперів із міжнародними депозитарними центрами (Euroclear, Cedel). Встановлення таких кореспондентських відношень визначається правовими умовами і відповідає європейському шляху обігу цінних паперів за межами держави. Враховуючи вимоги українського законодавства, вихід цінних паперів українських емітентів на іноземні фондові ринки цінних паперів можливо реалізувати через укладання Центральним депозитарієм України договору про кореспондентські відношення з закордонним депозитарієм (центральним депозитарієм)

Можливість встановлення таких кореспондентських відношень визначається не тільки технологічними умовами. При цьому повинна також враховуватися права мож-

ливість підтвердження прав власності на цінні папери українського емітента у країні депозитарію, із яким Центральний депозитарій України укладає договір. Вирішення правових питань базується на двосторонніх або багатосторонніх договорах з урахуванням законодавства України та норм міжнародного права.

Встановлення кореспондентських відношень між центральними депозитаріями — добре відома стандартна європейська практика обігу іноземних цінних паперів на внутрішніх ринках цінних паперів. У випадку встановлення кореспондентських відношень між центральними депозитаріями не тільки зобов'язальні (як у реалізації програм депозитарних розписок), але і майнові права (право власності на цінні папери українського емітента) передаються іноземному власнику. Встановлення кореспондентських відношень між центральними депозитаріями цілком відповідає міжнародним нормам і рекомендаціям ECSDA (European Central Securities Depositories Association), ISSA (International Securities Services Association).

На сьогодні на фондовому ринку існує 2 депозитарії: Всеукраїнський депозитарій цінних паперів (ВДЦП) та Національний депозитарій України (НДУ). Найбільша кількість депонентів зареєстрована у ВДЦП.

Як ми знаємо, Україні в період кризи фінансово допомагає МВФ, що надає кредити нашій країні, в заміні яких Україна виконує певні умови, о ставить МВ. Так, до кінця 2011 року в Україні необхідно створити Центральний депозитарій України (ЦДУ). Вже в лютому 2011 року була створена комісія, що регулює створення ЦДУ, він планується створитися з НДУ. Це спростить вихід цінних паперів українських емітентів на міжнародний ринок, оскільки зробить єдину систему обліку ЦП.

На сьогодні НДУ має наступні кореспондентські відношення:

1. Кореспондентський рахунок у іноземній депозитарній установі в НДУ:
 - депозитарій "Росбанк";
 - спеціалізований депозитарій "ІНФІНІТУМ";
 - депозитарій "Депозитарні та корпоративні технології";
 - центральний Московський депозитарій;
 - "Депозитарно-Клірингова Компанія".
2. Кореспондентський рахунок НДУ в іноземній депозитарній установі:
 - Міжнародний депозитарій Clearstream Banking Luxembourg (CBL);
 - Центральний депозитарій Австрії (ОеКВ).

Рахунок НДУ в Clearstream дає доступ до цінних паперів на ринках більше ніж 110 країн світу. Надана нижче схема показує відносини між НДУ та СВЛ (див. рис. 1).

Обіг цінних паперів на закордонних ринках можливо також реалізувати і в міжнародній депозитарній мережі (global custody).

Вихід цінних паперів емітентів на закордонні фондові ринки впливає не тільки на процес притягнення капіталу в економіку країни. Стагнація українського ринку корпоративних цінних паперів та децентралізація торгівлі цінними паперами має негативні наслідки для найбільшого власника корпоративних цінних паперів — держави. При виході цінних паперів українських емітентів на іноземні фондові ринки з'являється можливість (нехай навіть на іноземних торгових майданчиках) визначити справедливую ціну на цінні папери.

Останнім часом спостерігається пошук спрощення діяльності на фондовому ринку щодо спроб спрощення обігу вітчизняних цінних паперів закордоном.

Література:

1. Електронний ресурс. — Режим доступу: www.epravda.com.ua
2. Електронний ресурс. — Режим доступу: alt.com.ua
3. Електронний ресурс. — Режим доступу: www.epravda.com.ua

4. Послання Президента України до Верховної Ради України "Україна: поступ у XXI століття. Стратегія економічної та соціальної політики на 2000—2004 рр."

Стаття надійшла до редакції 29.05.2011 р.