

Первинний продаж корпоративних прав українських підприємств як спосіб фінансування

Сучасний стан українського ринку позичкового капіталу в період, коли банківська система не має можливості забезпечити українські підприємства значним та надійним кредитним ресурсом, сприяє пошуку нових, альтернативних шляхів залучення вільних фінансових ресурсів. Одним із дієвих механізмів є вихід компанії на міжнародний ринок капіталу шляхом первинного публічного розміщення акцій та залучення до фінансування іноземного інвестора.

Ключові слова: джерела фінансування, фінансовий ресурс; фінансова криза, первинне публічне розміщення акцій, міжнародний інвестор, трансформація, акція, капітал, блокуючий пакет акцій, оцінка вартості компанії, інвестиційний банк, андеррайтер, фондовий ринок, цінні папери, емісія, позика, роуд-шоу, дью-ділідженс, інвестор, ринок капіталу, підприємство, інвестиційна привабливість, кредит, тверде зобов'язання, емітент, вторинний ринок, лістинг, біржа, акціонер, капіталізація, біржовий індекс, аудит, фінансова звітність, міжнародні стандарти.

Р.А. АНЗИН,

аспирант, Київський національний університет ім. Тараса Шевченка

Первичная продажа корпоративных прав украинских предприятий как способ финансирования

Текущее состояние украинского рынка заемного капитала в период, когда банковская система не имеет возможности обеспечить украинские предприятия в полной мере и надежным кредитным ресурсом, приводит к поиску новых, альтернативных источников привлечения свободного финансового ресурса. Одним из действенных механизмов является выход компании на международный рынок капитала путем первичного публичного размещения акций и привлечения международного инвестора к финансированию.

Ключевые слова: источники финансирования, финансовый ресурс, финансовый кризис, первичное публичное размещение акций, международный инвестор, трансформация, акция, капитал, блокирующий пакет акций, оценка стоимости компании, инвестиционный банк, андеррайтер, фондовый рынок, ценные бумаги, эмиссия, заем, роуд-шоу, дью-дилеренс, инвестор, рынок капитала, предприятие, инвестиционная привлекательность, кредит, твердое обязательство, эмитент, вторичный рынок, листинг, биржа, акционер, капитализация, биржевой индекс, аудит, финансовая отчетность, международные стандарты.

R.O. ANZIN

PhD student, Taras Shevchenko National University of Kyiv

Initial public offering of corporate rights as way to financing

Current situation across Ukrainian loan market, in times when banking system is not able to supply Ukrainian companies with stable and sufficient borrowing funds, leads companies to search for new alternative way to attract financial funds. Among one of effective ways is entering international financial markets by initial public offering and attracting foreign investors to financing.

Keywords: sources of funding; financial resources; financial crisis; initial public offering; international investors; transformation; action; capital; blocking stake; valuation of the company; Investment Bank; underwriter; the stock market; securities; emissions; loan; road shows; Due-diligence; investor; capital markets; company; investment attractiveness; credit; firm commitment; issuer; secondary market; listing; exchange; shareholder; capitalization; Stock index; audit; financial statements; international standards.

Постановка проблеми. Перед менеджментом підприємства на певному етапі розвитку постає важке та не однозначне питання щодо джерел залучення фінансового ресурсу. Адже будь-яке успішне підприємство постає перед проблемою перевищенню попиту над можливістю його задоволення за рахунок наявних виробничих потужностей. Зазвичай останніх не вистачає для ефективного виробництва. В такому випадку керівництво повинно приймати чіткі та швидкі рішення щодо розширення та модернізації. Зазвичай ефективність виробництва досягається за допомогою комбінування кваліфікованої робочої сили та новітнього, висококласного обладнання, яке, своєю чергою, вимагає значних капітальних інвестицій. Відповідно виникає проблема пошуку ефективного джерела фінансування, яке могло б задовольнити потребу підприємства у фінансовому ресурсі та, з іншого боку, не обтяжувати його борговим навантаженням.

У світовій практиці існує досить багато інструментів залучення зовнішнього фінансового ресурсу, серед яких ви-

діляють як класичні, такі як банківські кредити, емісія цінних паперів, розміщення акцій на фондових ринках тощо, так і альтернативні, до яких належать деривативи, ф'ючерси, форварди та інші. В Україні переважно використовується банківське кредитування для цілей поповнення фінансування потреб підприємства у вільному грошовому ресурсі. Сьогодні Україна перебуває у стані надзвичайно складної фінансової кризи, коли ліквідність банківського сектору не в змозі забезпечити потребу підприємств у фінансових ресурсах. Саме тому залучення грошових коштів на міжнародних ринках капіталу шляхом первинного публічного розміщення акцій (IPO) є досить привабливим механізмом фінансування.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Актуальність впровадження нових підходів до залучення фінансових ресурсів Українськими підприємствами обумовлена необхідністю якнайшвидшої трансформації фінансової системи з метою стабілізації економічної ситуації в країні. Саме тому дана проблема неодноразово висвітлюється у пра-

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

цях таких видатних вітчизняних вчених, як В.Д. Базилевич, І.О. Лютий, О.В. Любкіна, Ю.В. Петленко, В.М. Шелудько, Н.В. Шевченко, та інших.

Мета статті – дослідити процес та можливість виходу українських підприємств на міжнародні ринки капіталу та проаналізувати перешкоди на шляху до міжнародного інвестора.

Виклад основного матеріалу. Одним з ефективних способів залучення зовнішніх джерел фінансування українського бізнесу є первинна публічна пропозиція акцій. Initial Public Offering (IPO) – пропозиція продажу частки компанії за допомогою первинного розміщення акцій компанії на ринку капіталів, яку компанія робить всім зацікавленим інвесторам. Дане розміщення супроводжується значними ризиками та потребує участі посередників (андеррайтера), для гарантування мінімально запланованого рівня залученого капіталу. Звичайно на продаж виставляється пакет, що за розмірами не перевищує блокуючий. Це дозволяє власникам зберегти контроль над компанією. Проте процедура IPO змушує емітента розкривати про себе досить багато фінансової та внутрішньої інформації.

Виділяють три основні цілі проведення IPO:

1. Залучення суттєвого фінансового капіталу на довгостроковій основі.
2. Об'єктивна оцінка вартості підприємства.
3. Позиціонування компанії як публічного інституту.

Першим кроком до IPO зазвичай є пошук компанією емітентом інвестиційного банку, який буде виконувати роль консультанта та дистрибутора – андеррайтера.

Однак компанія, яка має намір здійснити залучення капіталу через випуск акцій, зовсім необов'язково має вдаватися до послуг інвестиційного банку. Також існує можливість здійснити розміщення акцій прямо інвесторам без посередництва андеррайтера (Direct Public Offering).

В Україні питання розміщення акцій компаніями регулюється Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» [1]. Згідно з даним законом існує ряд вимог до відкритого (публічного) розміщення цінних паперів. Серед них:

1. Укладення договорів з першими власниками у процесі публічного розміщення цінних паперів здійснюється емітентом самостійно або через андеррайтера, що уклав з емітентом договір про андеррайтинг. Договір про андеррайтинг повинен відповісти вимогам типового договору затвердженого Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Публічне акціонерне товариство зобов'язане здійснювати публічне розміщення акцій додаткових емісій лише на фондовій біржі.

2. Забороняється укладати договори з першими власниками уразі публічного розміщення цінних паперів раніше ніж через 10 днів після опублікування проспекту їх емісії.

3. У разі публічного розміщення цінних паперів договори з першими власниками укладаються до дати, визначеній проспектом їх емісії, але не пізніше одного року з дати початку укладення таких договорів. Кожен інвестор у цінні папери має сплатити вартість цінних паперів у повному обсязі до затвердження результатів розміщення відповідного випуску цінних паперів.

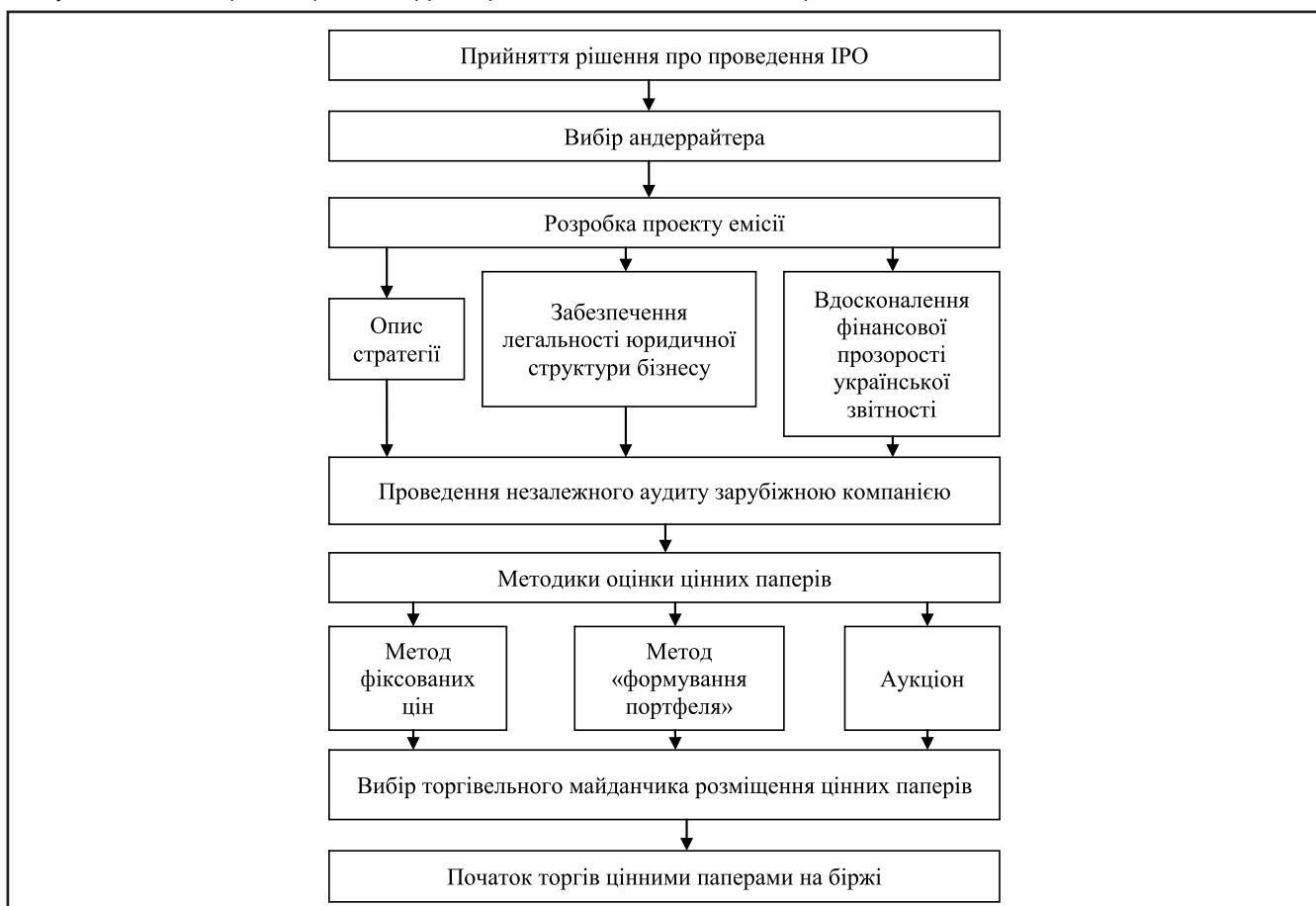


Рисунок 1. Алгоритм проведення процедури первинного публічного розміщення акцій

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

4. Під час публічного розміщення пайові цінні папери не можуть продаватися за ціною, меншою за їх номінальну вартість.

5. Установлення переважного права на придбання цінних паперів одними інвесторами стосовно інших забороняється, крім випадків, передбачених законодавством.

6. Кількість публічно розміщених цінних паперів не повинна перевищувати кількості цінних паперів, визначеній у проспекті емісії цінних паперів. Фактично розміщених цінних паперів може бути менше, ніж кількість цінних паперів, визначеній у проспекті їх емісії.

7. Кількість фактично розміщених цінних паперів зазначається у звіті про результати публічного розміщення цінних паперів, який затверджується органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення, та подається Національній комісії з цінних паперів та фондовому ринку.

Розміщення акцій компаніями на Українському фондовому ринку є можливим, але не є ефективним через декілька факторів. Серед основних слід назвати відсутність чіткого механізму регулювання та контролю фондового ринку, незадовіленість міжнародного інвестора ринком українських компаній через погану кон'юнктуру бізнесу середовища та складні умови ведення прозорого бізнесу та недовіра населення у ролі внутрішнього інвестора до українських підприємств.

Загалом відчуження цінних паперів на користь покупців у результаті проведеного публічного розміщення є кінцевою стадією цілого ряду дій та процедур, які здійснюють емітент, аби максимально ефективно продати запропоновані цінні папери на ринку.

Вищезазначений алгоритм можна зобразити у вигляді схеми (рис. 1), де зазначені ключові етапи здійснення процедури IPO [6].

У загальних рисах первинне публічне розміщення включає в себе чотири основних етапи.

I. Попередній етап:

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

2. Приведення фінансової звітності у відповідність до міжнародних стандартів.

3. Оцінка альтернативних IPO – джерел фінансування з точки зору стратегічних цілей компанії та власників. Детальніше розглядаючи даний пункт, варто зазначити, що із альтернативних джерел фінансування науковці визначають такі джерела фінансування, як власні кошти акціонерів, кредити, облігації, а також векселі. Але задля визначення найкращого джерела фінансування, спочатку компанія має визначитись із основними цілями здійснення даного фінансування.

Отже, варто визначити стратегічні цілі IPO, які полягають у:

- залученні фінансових ресурсів;
- виходу на західні ринки капіталу;
- створення позитивної репутації компанії;

– рекламні кампанії на внутрішньому та зовнішньому ринках.

Важливим на цій стадії є 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, андеррайтера – з їхньою допомогою визначаються параметри розміщення (обсягу розміщення, ціни акцій і справедливої вартості пакету загалом, майданчука, структури угоди, структури інвесторів).

Для підготовки і проведення IPO компанії знадобиться андеррайтер – компанія, що координує весь проект, а саме розробку плану проекту й схему IPO, проведення роуд-шоу (road show – презентація компанії інвесторам), здійснення підписки, взаємодію з інвесторами, біржам, Державною комісією з цінних паперів та фондовому ринку й іншими організаціями [2].

2. Розробка плану розміщення.

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

4. Прийняття радою директорів рішення про випуск акцій.

5. Формування проектної компанії, 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.

Також для організації й проведення IPO знадобиться юридична компанія з досвідом роботи у даній сфері, що буде здійснювати повний юридичний супровід проекту, брати участь у проведенні due diligence (повний аналіз компанії), готовувати всі юридичні документи по угоді (проект емісії, інформаційний меморандум), розробляти схему IPO, давати юридичні висновки. Аудиторська фірма, в свою чергу, сприяє в підготовці й завірює звітність за Міжнародними Стандартами Фінансової Звітності, проводить незалежний аналіз проекту емісії. PR-агентство необхідно для взаємодії із закордонними й локальними ЗМІ, з метою підвищення авторитету компанії й створення інтересу навколо розміщення акцій.

6. Проведення due-diligence юридичним консультантом, аудитором, фінансовим консультантом, андеррайтером (рис. 2).

III. Основний етап:

1. Розкриття фінансової та внутрішньої інформації про компанію серед широкого кола інвесторів.

2. Визначення діапазону ціни акцій.

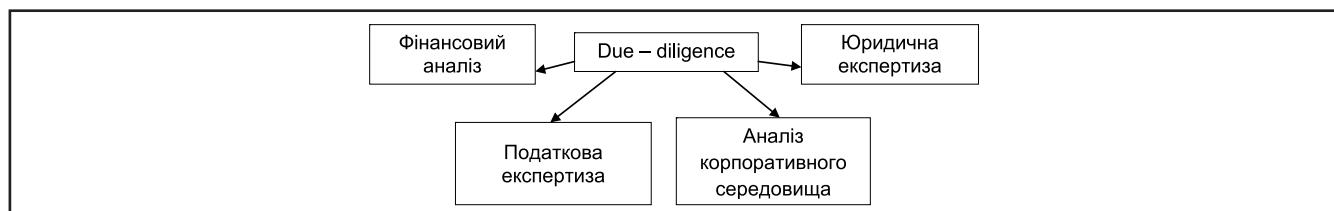


Рисунок 2. Складові елементи комплексного аналізу due-diligence компаніями-емітентами

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

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 незалежним аудитором.

7. Розміщення акцій на біржі.

IV. Після розміщення:

1. Робота з інвесторами, публікація регулярної звітності, підтримка корпоративного сайту, розкриття важливих фактів із життя компанії, випуск аналітичних звітів, організація виступів топ-менеджерів на міжнародних форумах і дискусійних майданчиках тощо.

2. Повторне розміщення.

Отже, слід зазначити, що первинне розміщення акцій на міжнародному ринку капіталу є досить складним та довготривалим процесом до якого більшість українських підприємств не є готовим. Перш за все слід зазначити, що підприємство має розкрити свою фінансову операцію та пройти аудит визнаної міжнародної аудиторської компанії. Поруч, підприємство має довести свою фінансову стабільність та можливість до подальшого розвитку. Потрете, підприємство має відповісти всім міжнародним стандартам ведення бізнесу, щоб зацікавити іноземного інвестора. Також одним із надзвичайно важливих, але незалежних від підприємства факторів, є економічне середовище у якому працює емітент. Хоча останнім часом спостерігаються певні покращення в інвестиційній привабливості України, незважаючи на складну економічну та політичну ситуацію в країні у 2014 році. Так, станом на 20 травня Міжнародна фінансова корпорація (International Financial Corporation) у складі групи Міжнародного банку (The World Bank) покращила рейтинг України щодо ведення бізнесу до 112-го місця (з 189 економік світу) в порівнянні з 140 місцем у 2013 році.

У реальній практиці використовують три методи організації процедури первинної публічної пропозиції акцій на біржовому майданчику: фікованих цін, формування портфелю та аукціон.

Метод фікованих цін застосовується достатньо рідко та в основному на високо врегульованих фондowych ринках в окремих країнах. Найбільш поширеним є метод «формування портфелю» – Bookbuilding. Метод аукціону виник як альтернатива методу «формування портфелю» та використовується не так часто. Він набув особливої популярності внаслідок численних порушень і зловживань з боку найбільших інвестиційних банків і компаній, що практикували в основному метод «формування портфеля». Проте аукціонний метод не зміг поки що довести свою спроможність повністю замістити загальноприйнятий метод первинної публічної пропозиції акцій – метод «формування портфеля». Вперше у вітчизняній практиці IPO (Ukrproduct Group) було здійснено за методом «формування портфеля», і, мабуть, подальші публічні розміщення також проводитимуться за таким самим зразком.

Отже, слід зазначити, що на сьогодні все більше українських компаній починають шукати альтернативу банківським кредитам, які особливо в кризовий період є надто дорогими.

Такою альтернативою є залучення капіталу на міжнародних фондowych ринках. Але вихід на такі ринки зазвичай є досить непростим через невідповідність українського бізнесу міжнародним стандартам. Причина цьому специфіка формування підприємств в період 90-х років та висока тінізація ринку. Хоча слід відмітити й позитивну тенденцію українських компаній до все більшої відкритості.

Процес розміщення цінних паперів на відкритому ринку супроводжується достатньо великими ризиками, які стають ключовим фактором, який змушує українські компанії відмовлятись від розміщення на міжнародних фондowych ринках. Компанія-емітент може стикнутися з різноманітними ризиками, пов'язаними як з неправильним вибором майданчука, незадекларованістю інвесторів, так і з їх необізнаністю з компанією та середовищем у якому вона працює. В такому випадку компанія звертається до послуг спеціалізованого посередника – інвестиційного банку, який може виступати у ролі андеррайтера (гарантія) як первинних розміщень, емісії єврооблігацій та інших фінансових інструментів.

Окремо необхідно зупинитись на ролі андеррайтера, про якого вже йшла мова раніше, оскільки у більшості випадків компанія-емітент таки вирішує скористатися посередництвом інвестиційного банку, і виникає кілька питань, які сторони повинні обговорити і узгодити: сума залучених коштів, тип цінних паперів, які будуть емітовані, їх ціна і особливі характеристики, розмір і порядок оплати послуг андеррайтера. Якщо по цих основних питань вдалося досягти домовленості, інвестиційний банк погоджується прийняти на себе функції посередника між компанією і зовнішніми інвесторами.

З андеррайтером можуть бути укладені два види угод: «твірде зобов'язання» (Firm Commitment) і «домовленість максимального сприяння» (Best Efforts agreement).

Твірде зобов'язання припускає, що інвестиційний банк погоджується придбати у компанії весь новий випуск акцій і надалі розмістити його серед інвесторів. Підписуючи такий договір, андеррайтер гарантує виплату емітенту певної суми і несе весь ризик, пов'язаний із розміщенням випуску. Якщо інвестиційному банку не вдається перепродати куплені у компанії-емітента цінні папери, його зобов'язання заплатити компанії обумовлену суму залишається в силі.

З підписанням договору на умовах програми максимального сприяння андеррайтер погоджується зробити все можливе для продажу нових акцій інвесторам, але при цьому не гарантує отримання емітентом всієї очікуваної від розміщення випуску суми.

Зазвичай інвестиційному банку – андеррайтеру, який представляє інтереси емітента, необхідно представити в Комісію з цінних паперів і бірж (SEC) реєстраційну заявку (registration statement, S-1) [10]. У цьому офіційному документі має бути представлена така інформація:

- основні напрями діяльності компанії-емітента;
- біографічні відомості про вищих посадових осіб і директорів компанії;
- кількість акцій, що знаходяться у володінні у інсайдерів;
- повна фінансова звітність, включаючи рівень існуючої заборгованості;
- вказівка цілей, на які передбачається використовувати залучені ресурси;

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

— судові процедури, в яких бере участь компанія (позови, позовні заяви про порушення антитрастового законодавства або авторського права і т.п.).

У разі публічного розміщення цінних паперів андеррайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андеррайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначену в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань.

Основний документ, що регламентує відносини між емітентом та андеррайтером, — це договір андеррайтингу про організацію і гарантування первинного розміщення цінних паперів. Основний пункт цього договору — вид андеррайтингу, тобто визначення тієї відповідальності, яку бере на себе андеррайтер, а також обсяг, ціна викупу цінних паперів в емітента.

У процесі андеррайтингу між партнерами складаються особливі відносини, які мають на увазі крім дотримання всіх умов договору, ще й неодмінного виконання деяких етичних правил. Обслуговуючий випуск банк має доступ до закритої для інших, тобто інсайдерської інформації про розвиток вартисті курсу цінного паперу, про позицію на ринку, фінансовий стан емітента, тощо. Тому існує кілька обов'язкових для виконання умов (у західній практиці):

1. Інтереси клієнта мають превалювати над власними інтересами андеррайтера та інших професійних учасників, залінятих у підготовці випуску та розміщення цінних паперів.

2. Інвестиційний банк не має права маніпулювати цінами на фондовому ринку і примушувати до купівлі або продажу цінних паперів, шляхом надання навмисне спонтанної інформації, а так само використання такої інформації в рекламі.

3. Підготовка випуску і розміщення цінних паперів не повинні містити дій, що дозволяють маніпулювати цінами на папері цього емітента, реалізовані раніше. Такі маніпуляції-ні дії могли б вплинути на цінові й об'ємні умови розміщення цінних паперів.

4. Інвестиційний банк та його співробітники не мають права використовувати службову інформацію і передавати її третім особам.

Зазвичай андеррайтинг емісії корпоративних прав здійснюється у три етапи (рис. 3).

На перших двох етапах майбутній емітент має визначити фінансову установу, яка підготує заявку на випуск корпоративних прав. Тоді ж мають бути визначені інші учасники, які беруть участь в синдикаті (якщо такий буде створено), також визначаються відмінні риси майбутньої позики: валюта емісії, вартість емісії, комісійні, строки, дата випуску. Ці умови емісії, які обговорюються між майбутнім емітентом і інвестиційним банком — андеррайтером, оформляються в листі про наміри або узгоджувальному протоколі.

Після того як будуть встановлені дві величини: вартість емісії та процентна ставка, підписується утвід, яка зв'язує емітента і андеррайтера. З цього часу сторони угоди будуть остаточно пов'язані між собою: емітент буде мати гарантію одержання коштів на встановлену дату ще до того, як на цінні папери буде оголошена відкрита підписка, оскільки, андеррайтери зобов'язуються надати емітенту суму позики в корпоративних правах.

Іншими словами, розміщення акцій на першому етапі носить виключно внутрішній характер та набуває відкритого характеру тільки на другому етапі. Фаза емісії корпоративних прав матеріалізується через оголошення або роуд-шоу.

Кожен інвестиційний банк, який підписався на внутрішню позику, прагне передати емітовані акції на довгострокові основі інституціональним інвесторам, щоб мати можливість накопичити необхідні кошти, які він зобов'язався представити емітенту у встановлений строк. Для цього банки розповсюджують «оголошення» щодо емісії, яке містить всю інформацію, що стосується як правового, економічного і фінансового статусу емітента, так і умов позики.

Існують три види взаємозв'язаних угод щодо емісії, укладання яких відбувається майже одночасно:

- Утвід про забезпечення твердої гарантії розміщення цінних паперів, яка укладається між емітентом і андеррайтером;
- Утвід яка укладається між усіма андеррайтерами, що беруть участь в операції щодо розподілу між ними ризиків;
- Утвід про розміщення, яка забезпечує внутрішнє розміщення цінних паперів.

У двох останніх угодах емітент не виступає однією зі сторін.

Утвід про забезпечення твердої гарантії розміщення цінних паперів декларує, що андеррайтери — члени синдикату зобов'язуються придбати всі цінні папери, випущені позичальником з моменту укладання остаточної угоди. Інвестиційні

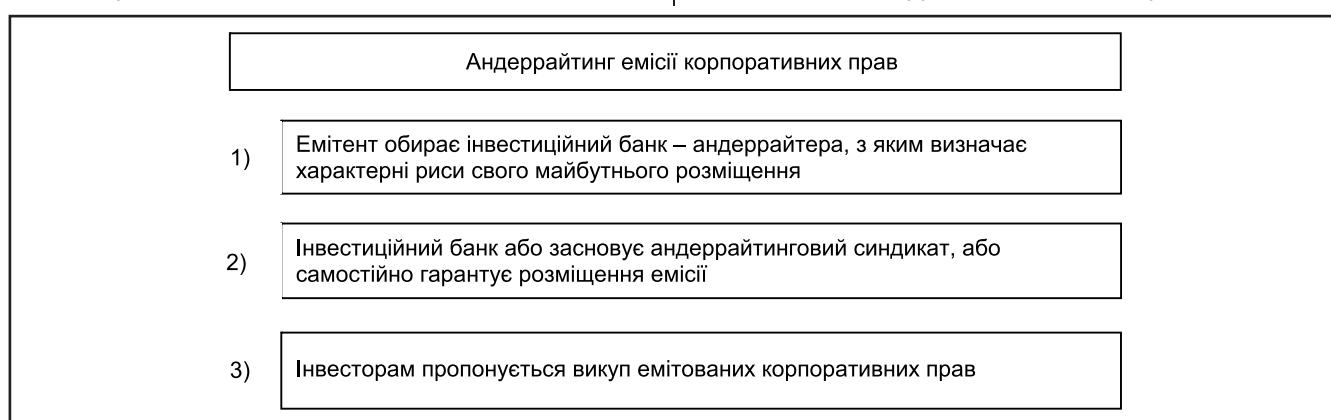


Рисунок 3. Етапи укладання угоди емісії корпоративних прав

Джерело: розроблено автором на основі [1, З–5].

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

банки укладають з емітентом цю угоду тільки в кінці початкового періоду розміщення, тобто тоді, коли вони впевнені, що розміщення акцій забезпечено, і їм самим не потрібно буде виступати покупцями, використовуючи власні кошти.

Емітент акцій повинен надати декілька декларацій та гарантій стосовно свого власного правового (форми участі, відсутності судових розслідувань) і фінансового стану (заборгованості). У випадку погіршення стану позичальника (або за наявності – його гаранта) більшість інвестиційних банків залишають за собою право припинити в односторонньому порядку заплановану емісію; це дуже широке повноваження є вилучанням через необхідність підтримки якості цінних паперів, захисту їх держателів, а також забезпечення гарантії наступних фінансових операцій на вторинному ринку.

Угоди про забезпечення твердої гарантії розміщення цінних паперів містять застереження *rebus sic stantibus*, згідно з яким інвестиційні банки залишають за собою право призупинити виконання угоди, якщо на їхню думку за наявних внутрішніх чи міжнародних політичних, економічних чи фінансових умов зненацька відбувається подія, яка може зашкодити успішному розміщенню облігацій.

Унаслідок механізму забезпечення андеррайтерами твердої гарантії розміщення цінних паперів між емітентом, банками і передплатниками встановлюються складні трьохсторонні відносини.

Угода щодо розподілу ризиків між членами банківського синдикату є виключно міжбанківською і є логічним продовженням угоди щодо забезпечення твердої гарантії розміщення акцій. Вона націлена на розподіл ризиків нерозміщення акцій між андеррайтерами, які погодились на заснування синдикату.

Таким чином слід зазначити, що досить важливим є наявність посередника, як гаранта розміщення та пошуку інвестора в процесі первинного випуску акцій підприємством. В Україні андеррайтинг розвинувся порівняно нещодавно – у 2011 році, під час виходу найбільших компаній на міжнародні фондові ринки. В основному послуги андеррайтингу надаються інвестиційними банками та компаніями по управлінню активами, серед найбільших слід зазначити Dragon Capital та Concorde, які провели найбільшу кількість первинних розміщень українських підприємств.

Одним із найголовніших етапів проведення первинного публічного розміщення акцій є вибір майданчика та біржі для здійснення операції, оскільки різні біржі пропонують компаніям різні умови розміщення та пред'являють різні вимоги до компанії.

Говорячи про майданчик, слід зазначити, що українська компанія має і широкий, і вузький вибір одночасно. З одного боку, континентальна Європа може запропонувати компаніям більше десятка якісних торгових майданчиків (Deutsche Borse, Euronext, Мілан, Варшава, Копенгаген, Афіни, при-

чому більшість з них створює майданчики альтернативного інвестування). З іншого – Лондон вже не перший рік вважається недосяжним лідером, що зосередив більшість європейських і світових IPO.

Загалом, лістинг на міжнародній фондовій біржі є досить дорогим, хоча відкриває можливість залучити значно більші фінансові ресурси, ніж може запропонувати банківський сектор. Нижче наведена вартість лістингу на привабливих для українського бізнесу майданчиках.

Вітчизняні компанії найбільшою мірою приваблює альтернативний інвестиційний ринок (AIM) Лондонської фондою біржі, а також можливості Варшавської, Віденської та Московської бірж, оскільки вони пропонують порівняно невисоку вартість розміщення та досить широку базу потенційних інвесторів. Ці ринки пропонують спрощену систему допуску, гнучу систему регулювання. Затрати емітента до допуску до AIM включає збір за допуск до торгів – 4 тисячі фунтів стерлінгів, а також витрати на консультантів – 300–400 тисяч фунтів стерлінгів. При цьому затрати на послуги ключового консультанта при IPO становлять найбільшу частину витрат, комісія брокера 3–6% від залучених коштів.

Підготовка до IPO на Лондонському AIM обійтеться середній українській компанії приблизно у 1 мільйон доларів.

Альтернативний інвестиційний ринок призначений для молодих, інноваційних, швидко зростаючих компаній. На даний ринок переважно звертаються:

- нові компанії, що швидко зростають і акціонери яких збираються користуватися послугами біржі, проте вважають за доцільне обрати AIM, податкова структури якої простіша, ніж на Лондонській біржі;

- компанії з великою кількістю акціонерів;

- компанії, що не мають можливості, або ті, котрі вирішили не входити на Основну біржу;

- компанії, що не відповідають вимогам Лондонської біржі.

Інтерес українських компаній до розміщення IPO same на AIM не випадковий. Лондонська фондова біржа (LSE) посідає перше місце у світі з торгівлі цінними паперами міжнародних емітентів, а її альтернативний майданчик достатньо ліберальний до емітентів з невеликою капіталізацією (до 500 мільйонів фунтів стерлінгів). Для виходу на AIM достатньо, щоб фінансова звітність відповідала міжнародним стандартам та була підтверджена аудитором, а цінні папери могли необмежено обертатися на ринку. Водночас AIM є своєрідною сходинкою для виходу на LSE. Компанії, що перебувають у лістингу, не лише визначають свою реальну вартість, а й підносять імідж та інвестиційну привабливість, а також мають нагоду підвищити свою капіталізацію до 70% [7].

За обсягами залучених коштів, найбільшу питому вагу серед українських підприємств має Лондонська фондова бір-

Таблиця 1. Вартість лістингу на деяких біржах

Біржа	Початковий внесок	Щорічний внесок
Віденська фондова біржа	1% номінальної вартості розміщення	0,05% обсягу угод
Варшавська фондова біржа	0,03% (не менше 8 тисяч злотих і не більше 96 тисяч злотих)	0,02% (не менше 9 тисяч злотих і не більше 70 тисяч злотих)
AIM	4180 фунтів стерлінгів	4180 фунтів стерлінгів
Московська міжбанківська валютна біржа	50 тисяч рублів (I рівень) 30 тисяч рублів (II рівень)	15 тисяч рублів (I рівень) 10 тисяч рублів (II рівень)

Джерело: розроблено автором на основі [8–11].

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

Таблиця 2. Склад WIG-Ukraine станом на 13 січня 2014 року

№	Компанія	Ринкова вартість пакету (PLN)	Частка в портфелі, %
1	Кернел	804,654,180	40,8
2	Астарта Холдинг	592,384,000	30,1
3	Група компаній Ovostar Union	158,700,000	8,1
4	IMCOMPANY	124,574,300	6,3
5	KDMSHIPNG	108,169,940	5,5
6	MILKILAND	95,587,800	4,9
7	KSG AGRO	51,999,530	2,6
8	Coal Energy S.A.	12,602,240	0,6
9	Агротон	9,522,520	0,5
10	Sadovaya Group S.A.	6,462,600	0,3
11	Корпорація «ВЕСТА»	5,406,170	0,3

За даними джерела: [12].

жа, другою за обсягами є Варшавська фондова біржа, на якій працюють 11 українських компаній і майже всі працюють у сільськогосподарському секторі. На основі даних компаній було створено індекс WIG-Ukraine (табл. 2), який є другим (після WIG-Poland) національним індексом, розрахунок якого здійснюється Варшавською фондовою біржею з 31 грудня 2010 року. До складу його портфеля входять компанії, акції яких котируються на Головному ринку ВФБ, місцезнаходження або центральний офіс розташований в Україні, або ж діяльність яких здійснюється у значному ступені на її території. WIG-Ukraine – це доходний індекс, тому при його розрахунку враховується ціна акцій, що входять до складу індексу та доход від дивідендів та прав до акцій.

Причиною відсутності зацікавленості українських компаній у співпраці з американськими біржами є вкрай жорсткі вимоги американських регуляторів, що ставляться до компаній при лістингу. Тому сьогодні емітенти, виходячи на зарубіжний ринок, вважають за краще розміщувати свої цінні папери у Великобританії.

Проте подібна ситуація може змінитися вже найближчим часом. Варто також зазначити, що українські компанії в перспективі стануть перед вибором між Нью-Йоркською та Лондонською фондовими біржами, оскільки перша має план щодо залучення українських компаній (на альтернативний майданчик Alternext).

Висновки

Незважаючи на привабливість міжнародних ринків капіталу, не варто забувати про можливість виходу українських компаній на вітчизняний ринок, тобто ПФTC (Першу фондову торгівельну систему), на якій мають можливість залучити капітал підприємства з малою та середньою капіталізацією для розміщення всередині країни. Українська економіка на сьогоднішній день є досить нестабільною та залежною від багатьох як зовнішніх так і внутрішніх факторів. Невдача та корумпована політика влади за останні роки привела до остаточного занепаду українського ринку капіталів. Фондовий ринок України є абсолютно не цікавим не тільки для міжнародного та внутрішнього інвестора, а й для компаній, оскільки емісія цінних паперів на такому ринку не є захищеною нормами законодавства та гарантованою державою.

Тому можна стверджувати, що на сьогоднішній день фондовий ринок України є недієвим але дуже важливим для економіки фінансовим інститутом, реформування якого необхідно розпочати з відновлення довіри населення України до верховенства фінансового права та подолання тіньової економіки. Одним із способів досягнення цієї цілі може стати саме підготовка та трансформація українських підприємств до міжнародних стандартів необхідних для виходу на міжнародні ринки капіталу. Цей процес потребує повної детінізації всіх операцій компанії за останні роки та проведення міжнародного аудиту. Також слід зазначити, що успішний вихід компанії на зовнішні ринки сприяє не тільки активному розвитку самої компанії а й підвищення інвестиційної привабливості країни в цілому приплів іноземних інвестицій в економіку.

Список використаних джерел

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 01.01.2014 №3480-IV.
2. Гранцев І.В. Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика [Текст]: У 4 т. / Відкрите акціонерне товариство «Укртелеком» / С.О. Довгий (ред.), В.М. Литвин (ред.) / І.В. Гранцев, С.О. Довгий, В.А. Коляденко, В.М.Литвин, Т.І. Лозова. – К.: Укртелеком, 2001. – Т. 4: Цінні папери та фондовий ринок. – К.: Укртелеком, 2001 – 725 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка [Текст]: инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. / А. Дамодаран. – 3.изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1324 с.
4. Зайцев А.В. Оценка бизнеса // [Електрон. ресурс] / А.В. Зайцев. – Режим доступу: <http://ozenka-biznesa.narod.ru/>
5. Коупленд Т. Стоимость компаний. Оценка и управление [Текст] / Под ред. Т. Коупленда / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: Вид-во «Олімп-Бізнес». 2005. – 569 с.
6. Коттл С. «Аналіз ценных бумаг» Грэма и Додда [Текст] / Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. [пер. с англ. Б. Пинскер] – М.: ЗАО «Олімп-Бізнес», 2000. – 704 с.
7. Феррис, К. Оценка стоимости компании [Текст]: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. Пешеро Пети; пер. с англ. и ред. А.А. Липатов. – М.: Издательский дом «Вильямс»; СПб.; К: [б.и.], 2003. – 255 с.
8. Beth Deazeley, LL.B. Deciding to Go Public. What CFOs Need to Know // [Електрон. ресурс] – Режим доступу: <http://www.rogb.ca/cfo-series/item12319.pdf>

ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

9. Ernst&Young Report «Global IPO trends 2011» // [Електрон. ресурс] – Режим доступу: [http://ey.mobi/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/\\$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf](http://ey.mobi/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf)
10. Grant Thornton Report «Going public: A guide for owners» // [Електрон. ресурс] – Режим доступу: <http://www.grantthornton.com.sg/BigDecisions/articles/BD%20-%20Going%20Public%20-%20A%20Guide%20 for%20Owners%20%28USA%29.pdf>
11. KPMG Report «Going Public» // [Електрон. ресурс] – Режим доступу: <http://www.kpmg.com/Ca/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Going%20Public.pdf>
12. Офіційний сайт представництва варшавської фондової біржі в Україні // [Електрон. ресурс] – Режим доступу: <http://http://www.ipowse.com.ua/wig-ukraine/>