

КРИТЕРІЇ ВИБОРУ ФОНДОВОЇ БІРЖИ ПРИ ЗДІЙСНЕННІ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНСЬКИМИ КОМПАНІЯМИ

Розглянуто критерії вибору фондової біржі українськими компаніями при здійсненні ними первинного публічного розміщення. Проаналізовано конкурентні позиції провідних фондових бірж світу, розглянуто умови „входження” в котирувальні списки тієї або іншої біржі, а також досліджено та узагальнено досвід українських компаній, що здійснили IPO на іноземних фондових біржах. Виявлено та визначено критерії, які впливають на вибір емітентом фондової біржі.

Ключові слова: фондова біржа, критерії, публічне розміщення цінних паперів, лістинг, IPO.

В Україні вже не перший рік кажуть, що IPO-бум – масове виведення акцій вітчизняних компаній на міжнародні фондові біржі. Проте, він усе ніяк не настане, а в умовах глобальної кризи цей момент став віддалений ще більше. З іншого боку, українські компанії отримали гарну нагоду, щоб належно підготуватися для здійснення IPO, адже жодна з понад тридцяти компаній, що заявляли про наміри виходу на міжнародні фондові ринки, не відмовляється від стратегічних планів отримати статус публічної компанії. Серед українських компаній, які заявили про підготовку до IPO, можна виділити наступні: Холдинг Атлант-М, Укргазбанк, Банк Південний, Банк Фінанси та Кредит, Міжнародний іпотечний банк, Надра Банк, Родовід Банк, КраЗ, ДТЕК, Метінвест тощо[1].

Важливим питанням здійснення IPO є питання вибору фондової біржі. Вибір торгового майданчика, на якому відбувається розміщення, визначає багато що – від валюти котирування до переліку вимог, що пред’являються до емітентів, окрім цього кількість фінансових консультантів та інших посередників, загальні витрати фінансових ресурсів тощо. Сучасні можливості світового біржового ринку дають, практично, необмежений вибір комбінацій для тих емітентів, які вирішили провести розміщення за межами своїх національних ринків. Але варто врахувати, що для ринку, котрий розвивається і який представляє Україна, IPO та його складові, серед яких важливе питання займає вибір фондової біржі, *залишаються не опанованими*, без достатньої кількості теоретичного матеріалу та досліджень практики, які б дозволили менеджменту компаній приймати правильні рішення.

Водночас, рівень наукового та практичного опрацювання найбільш вагомих аспектів проблеми первинного публічного розміщення в Україні не відповідає потребам української економіки, що певним чином стримує розвиток цього інструмента залучення коштів або робить його хибним. Незважаючи на *актуальність проблеми*, доводиться зіткнутися лише з окремими публікаціями в періодиці, матеріалами науково-практичних конференцій та семінарів, присвячених проблематиці первинного публічного розміщення цінних паперів.

Загалом, теоретичною основою проблематики IPO є дослідження провідних *вчених*, серед яких особливо необхідно виділити роботи *зарубіжних* економістів R. Aggarwal, R. Ibbotson, M. Pagano, J. Ritter, I. Welch, L. Zingales. У їх роботах узагальнені дослідження

емпіричних даних по ринку IPO в країнах з розвиненим ринком цінних паперів, систематизовані тривалі досвід і практика проведення IPO. Окрім цього, серед останніх досліджень, в яких започатковано розв'язання даної проблеми, можна виділити *російських науковців* Лукашова В.Л., Могіна А.Є., Гвардіна С.В., Нікіфорову В.Д., Макарову В.А., Волкову Е.А, Петрову О.Л, Сторчака О.Ю., Малкова А.Б. Найбільш змістовне та системне дослідження емпіричних даних по українському ринку IPO, поки що, лише проведено Рейтинговим агентством „Експерт Рейтинг” та видано в двох томах щорічного „Довідника емітента” - „IPO” від „А” до „Я”. Разом з тим, проведене дослідження викриває лише окремі аспекти первинного публічного розміщення та залишає багато запитань, серед яких, зокрема, можна виділити наступне: які критерії вибору фондової біржі при здійсненні IPO використовують або мусять враховувати українські компанії?

Отже, *основною ціллю* цієї роботи буде визначення критеріїв, що застосовують українські компанії при виборі іноземної фондової біржі під час реалізації IPO.

Для досягнення поставленої мети проаналізуємо конкурентні позиції провідних фондових бірж світу, зокрема тих, де українськими компаніями вже було залучено кошти, розглянемо умови „входження” в котирувальні списки тієї або іншої біржі, а також дослідимо досвід українських компаній, що здійснили IPO на іноземних фондових біржах.

New York Stock Exchange (США). За останні п'ять років ринкова капіталізація Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) збільшилася на 38,15%. Також, позитивним можна вважати зниження частки десяти самих капіталізованих емітентів в загальній капіталізації біржі з 20,7% в 2003 році до 19,3% в 2007 році [2]. Останнє говорить про те, що біржа все менше спирається на найбільші компанії.

До негативної тенденції відносимо зменшення кількості компаній, що пройшли лістинг на біржі NYSE, на 0,48%, при цьому кількість іноземних компаній, що покидали основний ринок NYSE, росла швидше, ніж в середньому по біржі. За станом на жовтень 2008 року з 2297 емітентів, які мали лістинг на NYSE, тільки 419 були іноземними компаніями. Зниження числа емітентів, що одержали лістинг NYSE, пояснюється як природним скороченням крупних компаній через злиття і поглинання, так і відтоком іноземних емітентів із США через досить жорсткі вимоги до звітності і розкриття інформації.

Зазначимо, що ще кілька років тому іноземний емітент, який вирішив покинути американську біржу, повинен був ще протягом трьох років подавати обов'язкову звітність регулятору. Ця норма була відмінена в 2007 році, що викликало відтік іноземних компаній, перш за все з NYSE. Американська влада прогнозує зміну тенденції на протилежну в 2008–2009 роках, що буде пов'язане як з наслідками лібералізації 2007 року, так і з притоком емітентів з Азії і Близького Сходу.

Не зважаючи на відтік емітентів, основні показники, які характеризують торгову активність на NYSE, не постраждали. Так, річний об'єм торгівлі акціями на NYSE за останні 5 років виріс на 208,63%, кількість операцій за 12 місяців в останні п'ять років також виросла на 221%, а річний об'єм коштів, що залучаються від розміщень цінних паперів, виріс за п'ять років на 64%.

Традиційно вимоги до лістингу на NYSE вважаються найстрогішими в світі (табл. 1). Але з другого боку, відповідність цим вимогам значно підвищує авторитет і репутацію компанії. За п'ять років – з 2000 по 2005 роки – було проведено 984 делістингів, з них 27% компаній були знято з лістингу унаслідок невідповідності всім вимогам.

Окрім дотримання вимог емітент повинен виконувати нормативи Комісії по цінних паперах і біржах США (SEC), які торкаються розкриття інформації. При цьому основна сума витрат емітента при розміщенні пов'язана саме з дотриманням вимог SEC, а не біржі.

Таблиця 1

Загальні вимоги до лістингу для неамериканських компаній на NYSE [3]

Критерії	Вимоги	Міжнародний стандарт	Місцевий стандарт (А, В або С)	
Вимоги щодо диверсифікації акцій	Загальна кількість акціонерів	5000 осіб	А. 2000 акціонерів у США В. Загалом 2200 акціонерів та 100 тис. акцій, середньомісячний обсяг торгів за останні 6 міс. С. Загалом 500 акціонерів та 1 млн. акцій, середньомісячний обсяг торгів за останні 12 міс.	
		Кількість акцій в вільному обігу	2,5 млн. шт.	1,1 млн. шт.
		Вартість акцій в вільному обігу	\$100 млн.	
	Інші лістинги		\$100 млн.	
Вимоги щодо фінансового стану	Дохід			
	Агрегований дохід до оподаткування за останні 3 роки	\$100 млн.	\$10 млн.	
	Мінімальний дохід до оподаткування за кожний з 2 попередніх років	\$25 млн.	\$2 млн. (показник повинен бути позитивним за всі 3 роки)	
	Тест на співвідношення Вартість та Доходи повинен відповідати варіантам 1 або 2			
	1. Умови щодо вартості та грошового потоку			
	Глобальна ринкова капіталізація емітента	\$500 млн.	\$500 млн.	
	Виручка за останні 12 міс	\$100 млн.	\$100 млн.	
	Агрегований грошовий потік за останні 3 роки	\$100 млн.	\$25 млн. (показник повинен бути позитивним за всі 3 роки)	
	Мінімальний грошових потік за кожен з останніх 2 років	\$25 млн.		
	2. Вимога щодо чистої вартості			
	Глобальна ринкова капіталізація емітента	\$750 млн.	\$750 млн.	
	Виручка за останні 12 міс	\$75 млн.	\$75 млн.	
	Вимоги для компаній у яких пов'язанні або материнські компанії вже мають лістинг на NYSE			
	Глобальна ринкова капіталізація емітента	\$500 млн.	\$500 млн.	
Історія роботи мінімум за 12 міс	+	+		
Компанія, що здійснила лістинг, знаходиться в нормальному стані	+	+		
Пов'язана компанія утримує контроль над компанією, що здійснює лістинг	+	+		

Лондонська фондова біржа (LSE) – одна з найстаріших бірж світу. За останні п'ять років розмір капіталізації емітентів, що пройшли на біржі лістинг, виріс на 57% [2]. У жовтні 2008 року розмір капіталізації досяг відмітки U\$2 трлн., це не набагато менше ніж NASDAQ. Також за останні п'ять років на 186% виріс об'єм торгів на біржі.

Традиційно LSE залишається однією з найбільших фондових бірж, орієнтованих на іноземних емітентів. У жовтні 2008 року з 3156 компаній, що пройшли лістинг, 695 компаній були для Великобританії іноземними. Різке зростання числа іноземних компаній, що одержали лістинг, відбулося в 2007 році. Позитивним можна рахувати також сам факт зростання загального числа емітентів, що пройшли лістинг, за останні п'ять років на 23%.

Традиційно компанії з СНД серед зарубіжних майданчиків для проходження лістингу вибирають LSE (табл. 2). Це обумовлено як сприятливим податковим кліматом у Великобританії, так і добре налагодженою процедурою просування продуктів для російськомовних емітентів на LSE.

У Великобританії, як ні в одній іншій країні світу, роль фінансового регулятора при отриманні лістингу є основоположною. Вимоги до лістингу на основному майданчику регулюються Управлінням по фінансових послугах (FSA), яке одночасно є і фінансовим мегарегулятором Великобританії.

Таблиця 2

Ключові вимоги UKLA щодо лістингу на LSE [4]

	Первинний ринок акцій	Вторинний ринок акцій	Боргові папери та ГДР	Вимоги
Загальні вимоги до всіх видів лістингу	+	+	+	Мінімальна ринкова капіталізація J700 тис. для акцій та ГДР, для боргових цінних паперів J200 тис.
Специфічні вимоги до емітентів, що отримують лістинг вперше	+	+	+	Надання проспекту на розгляд UKLA
	+	+	+	Доступ до торгівлі на основному ринку
	+	+	+	Мінімум 25% акцій в вільному обігу
	+			Наявність торгівельної історії за 3 роки
	+			Наявність річного звіту
	+			Наявність звіту про робочий капітал
Можливість використовувати зареєстровані проспекти із країн ЄС		+	+	3 роки прибуткової роботи

За нормативами UKLA, первинне розміщення акцій можна провести тільки у формі розміщення акцій, тобто справжнє IPO у формі депозитарних розписок не допускається. Компанія не може розміщувати ГДР, перетворюючись з приватної компанії в публічну, на LSE. Така норма британського законодавства тільки сприяє проведенню розміщень через ГДР, оскільки до таких розміщень пред'являються менші вимоги, ніж до первинного розміщення акцій. Крім того, якщо емітент вже реєстрував проспект емісії у одного з регуляторів країн ЄС, то він може використовувати даний проспект у Великобританії для розміщення ГДР, боргових цінних паперів або вторинного розміщення акцій.

Альтернативний ринок AIM на LSE був створений в 1995 році і відразу позиціонувався як міжнародний. AIM відрізняється спрощеними вимогами до емітентів, охочих одержати лістинг, а також обмеженим колом інвесторів які допускаються до торгів. За підсумками 2007 року розмір капіталізації AIM склав U\$176 млрд. [2]. На майданчику пройшли лістинг 1694 емітенти і це просто справжній рай для керівників фондів орієнтованих на сегмент компаній з малою капіталізацією SmallCap.

Вимоги до лістингу на AIM на порядок нижче, ніж до емітентів на основному ринку LSE, наприклад, емітенти позбавлені від регуляторних обмежень з боку UKLA [5]. Процедура отримання лістингу багато в чому схожа з процедурою, що існує на основному майданчику, проте, в розміщенні бере участь номінований радник, який несе відповідальність за емітента перед біржею.

Deutsche Borse (Німеччина). За розміром внутрішньої капіталізації Deutsche Borse входить в першу десятку бірж світу і є найбільшим біржовим холдингом континентальної Європи. Структура біржового холдингу в значній мірі відрізняється від того, що можна зустріти в ЄС. Біржовий холдинг Deutsche Borse володіє вертикальною структурою, яка охоплює весь ланцюжок проведення торгової операції, покриваючи 5 бізнес-сфер:

1. Касовий ринок представлений Франкфуртською Фондовою Біржею (Frankfurter Wertpapier-borse) і електронною торговою системою Xetra..

2. Терміновий ринок представлений біржею Eurex, яка належить Deutsche Borse і швейцарській фондовій біржі SWX Swiss Exchange. Eurex є найбільшою термівовою біржею ЄС і найкрупнішою біржею деривативів у всьому світі, яка налічує 450 учасників з 21 країни.

3. У рамках групи окремо функціонує інформаційно – аналітичний підрозділ, який обслуговує терміновий ринок і ринок деривативів Deutsche Borse, ринки партнерів холдингу, наприклад, Ірландську фондову біржу і, крім того, надає послуги третім особам.

4. Депозитарний підрозділ Deutsche Borse, представлений Clearstream International, повністю належить групі.

5. IT підрозділ Deutsche Borse обслуговує 16 бірж і торгових систем по всьому світу, а також забезпечує IT підтримку в роботі майданчиків, що належать біржовому холдингу.

За останні п'ять років капіталізація Deutsche Borse виросла на 95%. У грудні 2007 року розмір ринкової капіталізації перевищив U\$2 трлн. Таке значне зростання ринкової капіталізації було обумовлене зростанням німецького фондового ринку і частково зміцненням євро до долара США [2].

До позитивних чинників доцільно віднести зростання об'єму торгів, зростання числа операцій на біржі, до негативних чинників – зниження числа емітентів, що пройшли лістинг, у тому числі іноземних емітентів. Так, кількість іноземних емітентів, що пройшли лістинг на Deutsche Borse, знизилася з 182 в 2003 році до 91 у жовтні 2008 року.

За розрахунками німецьких експертів, залучення капіталу на Deutsche Borse залишається одним з самих конкурентоздатних в Європі. Так, якщо на лондонській AIM вартість залучення капіталу може досягати 18 % від бруто доходу від реалізації цінних паперів, то на Deutsche Borse цей показник коливається в діапазоні 7-9% [6]. При цьому процес розміщення на Deutsche Borse необтяжений великою кількістю учасників (консультантів, посередників і т.д.), а IPO комісійні, включаючи інші витрати досягають у Франкфурті більш низької відмітки, ніж на інших біржах.

Аналіз умов проходження лістингу на найбільших біржах планети і біржах, що здійснюють активну політику із залучення іноземних емітентів, показує, що світовий фондовий ринок, як і крупний супермаркет, пропонує емітентам величезний вибір варіантів залучення капіталу. Тільки на одній Лондонській або Франкфуртській біржах прийнятні варіанти проходження лістингу може знайти для себе як маленька страхова компанія, так і величезний фінансово-промисловий холдинг.

За роки незалежності українським компаніям, а точніше компаніям, що здійснюють свою основну діяльність в Україні, вдалося здійснити 13 первинних публічних розміщень, залучивши при цьому понад U\$ 2 млрд. (табл. 3). Багато це чи ні для корпоративного сектора України – питання, скоріше, дискусійне, але факт щорічного збільшення кількості компаній, що здійснюють IPO є очевидним та дуже позитивним для країни в цілому, адже за більшості випадків кошти, що залучаються на іноземних фондових біржах, направляються на розвиток основної діяльності та сприяють оновленню та впровадженню сучасних виробничих потужностей.

Перші IPO компаній, що здійснюють свою основну діяльність в Україні, були реалізовані в 2005 році – 3, наступного 2006 року – 1, 2007 року – 6, 2008 – 2. Таку динаміку можна вважати дуже позитивною, а що найважливіше – вона є підґрунтям для усіх наступних первинних публічних розміщень та свідомством того, що іноземним портфельним інвесторам цікаво інвестувати в зростаючу економіку Східної Європи та України зокрема.

Таблиця 3

Параметри IPO, що реалізовано компаніями, операційна діяльність яких здійснюється в Україні [7]

Дата	Компанія	Біржа	Залучено, \$ млн.
11.02.2005	Ukrproduct Group	AIM LSE	11 214 953
15.04.2005	Cardinal Resources PLC	AIM LSE	19 852 800
16.12.2005	XXI Century Investments Public LTD	AIM LSE	120 640 000
17.08.2006	Astarta Holding NV	WSE	31 650 000
30.05.2007	TMM Company	FWB	105 060 000
15.06.2007	Ferrexpo PLC	LSE	421 386 139
01.07.2007	Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC	AIM LSE	208 000 000
01.08.2007	Aisi Realty Public LTD	AIM LSE	33 302 551
14.11.2007	Kernel Holding SA	WSE	218 496 000
22.11.2007	Landkom International PLC	AIM LSE	111 077 973
14.12.2007	KDD Group NV	AIM LSE	130 152 000
09.05.2008	MHP SA	LSE	370 875 000
18.06.2008	Cadogan Petroleum Holdings Limited	LSE	298 331 221
Загалом			2 080 038 637

Перші IPO компаній, що здійснюють свою основну діяльність в Україні, було започатковано на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (AIM LSE), може саме цей факт є відповіддю на питання про значний інтерес наших емітентів до Лондона, як найкращого місця продажу цінних паперів. У 2005 році на AIM LSE було здійсненні 3 IPO, наступного ж року українським бізнесом була опанована Варшавська фондова біржа (WSE) – 1 IPO. У 2007 році було зроблено певний прорив у контексті залучення коштів на іноземних фондових біржах, вперше, було реалізовано IPO на головному майданчику Лондонської фондової біржі (LSE) – 1 IPO, вперше, цінні папери було розміщено на Фондовій біржі Франкфурту (FWB), 3 IPO було проведено на AIM LSE і ще одне на WSE, загалом 7 IPO за 2007 рік. 2008 рік, що ознаменований глобальною кризою, та перш за все, кризою довіри, дозволив українським компаніям здійснити лише 2 IPO, але ці IPO були проведені на головному майданчику Лондонської фондової біржі, де дуже жорсткі умови до емітентів поєднуються з майже необмеженим грошовим ресурсом інвесторів та їх великою кількістю.

Підводячи певні підсумки IPO активності компаній, що здійснюють свою основну діяльність в Україні, можна заключити наступне: AIM LSE – 7 IPO, LSE – 3 IPO, WSE - 2 IPO, FWB – 1 IPO, інакше кажучи, за неповні 3 роки вдалося здійснити 13 IPO опанувавши при цьому 4 торговельні майданчики.

Результати дослідження свідчать, що майже 80% всіх IPO, які реалізували українські компанії, що здійснюють свою основну діяльність в Україні, було проведено в Лондоні на альтернативній (54%) та основній торговій площадці (23%). Ще 15% від кількісної структури IPO прийшлося на торговельний майданчик Варшавської фондової біржі і 8% на Франкфуртську фондову біржу.

Разом з тим, найбільше коштів було залучено саме на основному майданчику Лондонської фондової біржі 53% або U\$ 1,091 млрд., в цілому ж за рахунок 9 IPO у Лондоні, компанії, операційна діяльність яких здійснюється в Україні, отримали понад U\$ 1,725 млрд., або понад 80 % усіх залучених коштів.

При цьому, 2 IPO у Варшаві на WSE дозволили акумулювати U\$ 250 млн., що становить 12%, а лише одно IPO у Франкфурті на FWB - U\$ 105 млн. або 5%, загальної суми отриманої в ході IPO компаній, операційна діяльність яких здійснюється в Україні.

Загалом, за результатами дослідження можна *відзначити наступне*:

1. Дуже жорсткі умови щодо включення та знаходження в лістингу на американських

фондових майданчиків NYSE, NASDAQ, повністю невілюють можливість здійснювати IPO у США для українських компаній.

2. Для компаній великої капіталізації принциповим постає вибір капіталоемкої фондової біржі з великою кількістю портфельних інвесторів та помірними вимогами до лістингу, і на сьогодні такою біржею стала Лондонська фондова біржа.

3. Наявність альтернативних основному торговому майданчику бірж створює передумови для активного розвитку акціонерного фінансування для компанії середньої капіталізації.

4. Лондон та LSE/ AIM LSE поки ще є центральним місцем залучення капіталу у глобальному фінансовому просторі для компаній, що здійснюють свою основну діяльність в Україні.

5. Вимоги до включення в лістинг та перебування в ньому, є найважливішим критерієм вибору фондової біржі для компаній, що здійснюють свою основну діяльність в Україні.

6. Кількісні показники біржі – капіталізація, швидкість обігу цінних паперів, кількість інвесторів, що працюють на ній, є другим визначальним критерієм вибору фондової біржі для компаній, що здійснюють свою основну діяльність в Україні.

7. Вартість залучення коштів на фондовій біржі є третім з важливіших критеріїв вибору фондової біржі для компаній, що здійснюють свою основну діяльність в Україні.

Визначення головних критеріїв, що впливають на вибір українськими компаніями іноземної фондової біржі при здійсненні первинного публічного розміщення, буде використано у подальших дослідженнях автора, які присвячені розробці організаційно-економічного механізму IPO як теоретичного та практичного підґрунтя найбільш ефективного залучення коштів українськими компаніями в ході здійснення IPO.

Література

1. Кукса В. (28.09.2007). *Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку* [www документ]. Доступно з: <http://www.dt.ua/2000/2020/60513/> (10.04.2009)
2. Щорічний звіт Світової федерації фондових бірж [www документ]. URL <http://www.world-exchanges.org/reports> (20.05.2009)
3. Вимоги допуску до котирувань Нью-Йоркської фондової біржі [www документ]. Доступно з: <http://www.nyse.com/about/listed/1170350259411.html> (20.05.2009)
4. Вимоги допуску до котирувань Лондонської фондової біржі [www документ]. Доступно з: <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/mainmarket/aboutmainmarket/Listing+criteria/admissioncriteria.htm> (20.05.2009)
5. Вимоги допуску до котирувань Альтернативного майданчику Лондонської фондової біржі [www документ]. Доступно з: http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/aim_new/About+AIM/admissioncriteria.htm (20.05.2009)
6. Вимоги допуску до котирувань Франкфуртської фондової біржі [www документ]. Доступно з: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/listing (20.05.2009)
7. База даних щодо угод злиття та поглинань [www документ]. Доступно з: <https://zephyr.bvdep.com/version-200932/cgi/template.dll?product=24> (22.05.2009)

Редакція отримала матеріал 20 травня 2009 р.