

2. Чорна О. Є. Капіталізація банківської системи як механізм підвищення темпів економічного зростання країни / О. Є. Чорна, А. В. Атаманцева// Європейський вектор економічного розвитку. - 2010. - № 1(8). - С. 235-240

3. Міщенко В., Незнамова А. Базель III нові підходи до регулювання банківського сектору // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 1. – С. 4–12.

4. [Аналітичний огляд банківської системи України за I квартал 2011 року](#)// [www.rurik.com.ua](http://www.rurik.com.ua)

5. Національний банк України. Офіційний сайт. – [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

**336.1**

**О. М. Юркевич, к. е. н.**

доцент кафедри банківських інвестицій  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

**С. І. Дорошенко**

магістрант кредитно-економічного факультету  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

**О. І. Дорошенко**

студент товарознавчо-комерційного факультету Львівська комерційна академія

## ГЕОГРАФІЯ БІРЖ УКРАЇНСЬКИХ ІРО

В статті розглянуті критерії вибору біржі для здійснення ІРО, аналіз первинних публічних розміщень українських компаній на міжнародних фондових біржах та альтернативні платформи для розширення географії розміщень українських емітентів.

Ключові слова: ІРО, фондова біржа, емітент, міжнародний ринок капіталу, фондовий ринок.

В статье рассмотрены критерии выбора биржи для осуществления IPO, анализ первичных публичных размещений украинских компаний на международных фондовых биржах и альтернативные платформы для расширения географии размещений украинских эмитентов.

Ключевые слова: IPO, фондовая биржа, эмитент, международный рынок капитала, фондовый рынок.

The article draws attention to factors of stock exchange selection for IPO, deal with analysis of Ukrainian IPO on international stock exchanges and alternative platforms for expanding Ukrainian IPO geographical location.

Keywords: IPO, stock exchange, issuer, international capital market, Ukrainian stock exchange.

Постановка проблеми. Дефіцит інвестиційних ресурсів ставить українські компанії перед ними питанням вибору форм фінансування. Сучасним методом збільшення капіталу компанії є застосування механізму IPO. Залучивши кошти шляхом IPO компанія не тільки фінансує власну діяльність, але підвищує власний імідж на міжнародній арені. Важливість активізації фінансування компаній за допомогою IPO зазначена у «Програмі розвитку фондового ринку на 2012-2015» [1], що була прийнята Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). У програмі міститься більше ніж 120 заходів із подолання проблем фондового ринку України. Пробудити інтерес емітентів до IPO планується через спрощення умов випуску та розміщення цінних паперів, а також змін вимог до андеррайтерів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема первинного публічного розміщення акцій присвячена значна кількість наукових праць у світовій економічній літературі, але у вітчизняній науці дане явище ще тільки починає досліджуватись. Дослідження вітчизняних вчених в основному опираються на розробки зарубіжних науковців. Серед яких варто виділити таких, як: В. Перістіані, Дж. Ріттер, Дж. Франкс, Т. Лафран, М. Дженсен, У. Меклінг, Т. Страдер А. Лукашов, А. Могин, Я. Миркин.

Невирішені проблеми. Українські IPO на міжнародних ринках капіталу мають ряд невирішених проблем, а саме: складність прямого виходу на міжнародні біржі через вимоги ДКЦПФР, складне податкове та валютне законодавство, відсутність звітності за міжнародними стандартами за попередні періоди, неможливість залучити необхідну суму на національному фондовому ринку.

Мета статті. Метою статті є дослідження основних міжнародних фондових бірж на яких українські компанії здійснювали IPO, окреслення перспектив розширення

географії розміщень та розвитку інфраструктури національного фондового ринку для проведення первинних публічних розміщень.

Виклад основного матеріалу. Ключовим фактором у процесі розміщення компанією цінних паперів є вибір фондової біржі. Біржа є невід'ємним учасником у процесі IPO, бо саме на біржі здійснюється розміщення акцій компанії-дебютанта. Емітент при виборі фондової біржі має врахувати наступні фактори [2] :

1. Розмір розміщення. Розмір розміщення визначається вибором компанії-емітента. Чим вище плановий об'єм залучення, тим більше вірогідність, що розміщення здійснюватиметься на майданчиках розвинених країн (США, Європи чи Азії), оскільки менш розвинені фондові ринки не можуть забезпечити компанії необхідним об'ємом або структура інвесторів не задовольнятиме потребам компанії. Тому це перший критерій у відборі майданчика розміщення.

2. Цільова база інвесторів. Часто специфіка діяльності компанії не усім інвесторам може бути зрозуміла, що відповідно відбивається на оцінці компанії. Тому для компанії має значення наявність в них галузевих інвесторів, які зможуть належним чином оцінити компанію і запропонувати за неї хорошу ціну.

3. Законодавство. Важливим при виборі біржі є національне законодавство, яке багато в чому грає стимулюючу роль в розвитку вітчизняного фондового ринку, захисті національних компаній, проявляє ліберальність по відношенню до іноземних інвесторів і компаній-емітентів. Тому, перш ніж вийти на ринок тієї або іншої країни, слід уважно вивчити національне законодавство, що регламентує фондовий ринок, корпоративне право і т. д.

4. Витрати. Як правило, для багатьох компаній, особливо не дуже великих, вартість розміщення має істотне значення. Емітенти вважають за краще проходити лістинг в тій країні, яка пропонує їм кращу ціну.

5. Історичний досвід. До цього критерію відносяться напрями розвитку фондових бірж в різних країнах (галузева специфіка), їх розвиненість, прийняті правила ділового обороту і тому подібне.

Тому для ухвалення рішення про те, на якому майданчику здійснити розміщення компанії, слід зважити усі позитивні і негативні вимоги до емітентів і порівняти їх з тими цілями і завданнями, які ставлять компанії при виході на IPO.

Українські компанії мають широкий спектр вибору біржі для розміщення. Але протягом всієї історії розміщень українські емітенти виходили в основному на Варшавську та Лондонську фондові біржі (таблиця 1).

Для подальшого дослідження слід розглянути біржі, які були платформою для розміщень українських IPO, а також визначити перспективи розширення географії розміщень акцій українських компаній.

Таблиця 1

### ИРО УКРАЇНСЬКИХ КОМПАЇЇ

Компанія	Дата розміщення	Майданчик (Біржа)	Капіталізація компанії на момент IPO	Капіталізація Станом 20.05. 11	Валюта котирування	Зміна капіталізації
Astarta Holding (Нідерланди)	Серпень 2006	WSE	475	1 920	млн. PLN	304%
Kernel Holding S.A. (Люксембург)	Листопад 2007	WSE	1 522	5 496	млн. PLN	261%
Ferrexpo (Швейцарія)	Червень 2007	LSE	847.72	2 597	млн. GBP	206%
Миронівський Хлібопродукт	Квітень 2008	LSE	812.43	1 847	млн. USD	127%
Авангард агрохолдинг	Квітень 2010	LSE	937.50	1 207	млн. USD	29%
Dragon-Ukrainian Properties & Development Plc	Червень 2007	AIM (LSE)	116	69.75	млн. GBP	-40%
Ukrproduct Group (о. Джерсі)	Лютий 2005	AIM (LSE)	22.05	9.08	млн. GBP	-59%
TMM Real Estate Development (Кіпр)	Травень 2007	Deutsche Borse	516.12	139.84	млн. EURO	-73%
Landkom International (о. Мен)	Листопад 2007	AIM (LSE)	101.82	23.84	млн. GBP	-77%
Cadogan Petroleum	Червень 2008	LSE	531	100.53	млн. GBP	-81%

XXI Century Investments	Грудень 2005	AIM (LSE)	225	32.94	млн. GBP	-85%
KDD Group N.V. ("Київ-Донбас")	Грудень 2007	AIM (LSE)	323.45	30.91	млн. GBP	-90%

Джерело: інформація дослідницької компанії «Дагда», інформаційного агентства «Bloomberg» та власні розрахунки.

Першим таким провідним світовим торговельним майданчиком є Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE) з капіталізацією 12 трлн. дол. США (внутрішня капіталізація американських емітентів). На біржі торгуються 501 іноземна компанія. Як би іноземні компанії, зареєстровані на Нью-йоркській фондовій біржі, були самостійним ринком, вони були б другим по рахунку найбільшим ринком цінних паперів у світі після NYSE.

Перевагами розміщення акцій на Нью-йоркській фондовій біржі є:

- Допуск до найбільшого центру фінансових ресурсів.
- Збільшення акціонерної вартості шляхом збільшення попиту на капітал компанії. Значна кількість американських інституціональних інвесторів та роздрібних інвесторів вважають за доцільне формувати свій інвестиційний портфель з цінних паперів, зареєстрованих на американських фондових біржах. Великі інвестиційні фонди, що безпосередньо вкладають кошти в країни, що розвиваються, більше зацікавлені в паперах, зареєстрованих Комісією з цінних паперів і бірж США і відповідних американським вимогам корпоративного управління і прозорості.

- Визнання того, що компанія відповідає найвищим світовим стандартам розкриття інформації, звітності і корпоративного управління.

Для успішності розміщення на NYSE компанія-дебютант повинна мати капіталізацію близько 3 млрд. дол. США. Компанії із нижчою оцінкою бізнесу можуть просто бути не цікавими для інвесторів на біржі, що може призвести до низької ліквідності акцій дебютанта.

Для того, щоб здійснити IPO на NYSE, дебютант повинний відповідати вимогам [3]; для компаній-нерезидентів США компанія повинна мати, принаймні, 5000 акціонерів по 100 або більше акцій, не менше 2500 тисяч розміщених по

відкритій підписці акцій, що є в обігу, з ринковою вартістю не менше 100 млн. дол. США, чисті матеріальні активи не менше 100 млн. дол. США і балансовий прибуток не менше 100 млн. дол. в сумі за останні три роки (таблиця 2).

Поза територією США, де використання акцій на пред'явника ускладнює доказ наявності необхідної кількості акціонерів, спонсорська підтримка одного з компаній-членів NYSE відносно ліквідності і глибини ринку акцій компанії може бути використана замість документації, що відображає кількість акціонерів.

Таблиця 2

УМОВИ ЛІСТИНГУ НА NYSE[3]

Умова	Американська компанія	Іноземна компанія
Балансовий прибуток протягом останніх двох років	2 млн. дол. США (3 роки має бути позитивним)	25 млн. дол. США
Вартість активів	18 млн. дол. США	100 млн. дол. США
Величина емісії, тис.	1100	2500
Ринкова вартість емісії	18 млн. дол. США	100 млн. дол. США
Число акціонерів	2200 (100 000 акцій, що торгувалися за останні 6 місяців)	5000 (не менше 100 акцій у кожного)

Ще одним з провідних торговельних майданчиків світу є Лондонська фондова біржа, яка надає послуги, що сприяють залученню капіталу і обігу акцій. Станом на початок вересня 2010 на Лондонській фондовій біржі зареєстровано 2697 компаній, з яких 592 були іноземного походження. Загальна капіталізація біржі становила 2,6 трильйонів дол. США [6].

Лондонська фондова біржа (ЛФБ) пропонує на вибір два майданчики, що відповідають різним потребам емітентів: Головний ринок (Main Market) та Альтернативний інвестиційний ринок (AIM).

Хоча ЛФБ суттєво відстає від Нью-Йоркської за обсягами капіталізації та кількістю емітентів. Її роль для України та країн СНД значно зросла через сприятливий режим оподаткування. Ще одною причиною популярності ЛФБ як однієї із основних Європейських бірж стало зростання вимог на Нью йорській

фондовій біржі та недостатній обсяг торгів акціями емітентів. Прикладом є делістинг «Татнефти» у 2006 році та «Ростелкому» у 2009 році [4].

Розглянемо основні відмінності Головного ринку LSE і AIM у вимогах по лістингу (таблиця 3).

ЛФБ надає ряд можливостей для лістингу емітентів починаючи із випуску Глобальних депозитарних розписок (GDR) на основному ринку і закінчуючи випуском акцій на альтернативному.

Таблиця 3

ВИМОГИ ПО ЛІСТИНГУ НА AIM І LSE[5]

Тип вимоги	Первинний ринок	Вторинний ринок	Боргові ЦП та GDR	Вимоги
Загальні вимоги до всіх типів лістингу	+	+	+	Мінімальна капіталізація компаній для випуску акцій та GDR 700 тис. фунтів стерлінгів та 200 тис. фунтів стерлінгів для боргових ЦП
	+	+	+	Подання проспекту емісії до управління Великобританії по лістингу
	+	+	+	Мінімум 25% акціонерного капіталу має бути вільному обігу
Особливі вимоги до емітентів, що випускають ЦП вперше	+	-	-	Більш як 3 роки досвіду торгівлі.
	+	-	-	Річний Звіт
	+	-	-	Звіт про робочий капітал
	+	-	-	3 роки прибуткової діяльності

Вимоги до лістингу на основному ринку регулюються Великобританським мегарегулятором — Управління по фінансовому регулюванню та контролю (УФРК). УФРК має у своєму складі Управління Великобританії по лістингу (УВБЛ), що визначає норми та положення процедури лістингу і в разі їх зміни повідомляє інвесторам. УФРК вимагає, щоб емісія акцій була у формі IPO, тобто компанія не може провести IPO шляхом емісії GDR, а також компанія не може бути перетворена із приватної на публічну шляхом випуску депозитарних розписок. Таким чином надана норма законодавства стимулює випуск GDR компаніями через спрощену процедуру лістингу. Важливо відзначити можливість використання проспекту емісії зареєстрованого в іншій країні ЄС на альтернативному ринку та на ринку боргових інструментів чи для повторної пропозиції акцій. Процедура лістингу зазвичай

триває від 6 до 12 місяців. Емітент призначає консультантів та затверджує послідовність процедур лістингу. УВБЛ затверджує проспект емісії, інші документи та видає дозвіл для лістингу емітента. Консультанти організують PR заходи з інвесторами, а також road-show, що згодом супроводжується лістингом. Плата за послуги УВБЛ складається із заявки емітента, за яку він має сплатити 4 тис. фунтів стерлінгів, а також за саме внесення до лістингу плату яка коливається від 0,5 до 5,7 тис. фунтів стерлінгів.

До переваг ЛФБ відносяться: ліберальні вимоги до лістингу підприємства, наявність фінансових ресурсів, наявність європейського інвестиційного співтовариства, яке знайоме з українським ринком, його гравцями, відсутність вимог до емітента за обсягом розміщення і надання фінансової звітності за попередні роки (для AIM).

Найбільш доступним для українських компаній став новий торговельний майданчик, який останнім часом розвивається дуже динамічно і швидкими темпами. Це - Варшавська фондова біржа (ВФБ), яка була заснована у 1991 і з того часу надавала послуги з електронних торгів. Зараз ВФБ є відкритим акціонерним товариством, заснованим державним казначейством. На початку 2007, ВФБ мала 38 акціонерів, включаючи банки, брокерські компанії, біржі та казначейство, що контролює 98,81% акцій. У 2008 році було проголошено, що біржа буде куплена, а NYSE Euronext і Duetsche Borse основні покупці. Однак згодом Польський уряд переглянув плани і оголосив про готовність перетворення біржі в акціонерне товариство. Цей крок посилив позиції ВФБ у Центральній та Східній Європі.

Незважаючи на державний контроль, за 5 останніх років ВФБ досягла значних результатів. Внутрішня капіталізація за період 2005-2010 зросла на майже на 76% [7]. У 2008 внаслідок загальносвітової тенденції капіталізація дуже швидко скоротилася, але відновлення також відбувалося швидкими темпами. Станом на квітень 2011 внутрішня капіталізація головного ринку становить 217,44 млрд. доларів США.

Головні вимоги до лістингу на ВФБ [8]:

Main market:



Складений проспект емісії англійською мовою та коротке резюме проспекту польською мовою.

Проспект повинен бути затверджений управлінням контрольного органу ринку капіталу в одній з країн Європейського Союзу (у Польщі це Комісія Фінансового Нагляду). Згідно з принципом єдиного паспорту компанія може провести розміщення акцій на Варшавській біржі, якщо проспект затверджений в одній з країн ЄС.

Проспект повинен бути доступний для інвесторів перед початком розміщення.

Компанія повинна подати перевірені аудиторами фінансові звіти за три останні роки.

Компанія не може бути в стані проведення процесу банкрутства або ліквідації.

Вартість акцій та власного капіталу компанії в польських злотих не може бути нижчою ніж 15 млн. Євро, а у випадку якщо акції однієї емісії якого були протягом не менш 6 місяців предметом обігу на іншому регульованому ринку або на альтернативному ринку біржі – вартість акцій не нижчою ніж 12 млн. Євро у польських злотих.

Дисперсія (free float):

- як мінімум 15% акцій, що мають бути допущені до біржового обігу, повинні належати міноритарним акціонерам (кожен з яких може володіти не більше, ніж 5% голосів на Загальних зборах акціонерів);

- як мінімум 100 000 акцій, що мають бути допущені до біржового обігу, вартістю не менше 1 млн. Євро за останньою ціною продажу або ціною емісії, повинні належати міноритарним акціонерам (кожен з яких може володіти не більше, ніж 5% голосів на Загальних Зборах акціонерів).

Критерії лістингу на альтернативному ринку NewConnect є набагато ліберальнішими в порівнянні з головним ринком ВФБ.

Альтернативний ринок NewConnect:

- підготувати інформаційний документ (проспект або меморандум), одобрений Комісією Фінансового Нагляду або контрольним органом в країні свого місцезнаходження

- компанія, котра збирається вийти на ринок NewConnect не може бути в стані проведення процедури банкрутства або ліквідації

Варшавська фондова біржа є дуже популярною серед українських емітентів. Хоча мінімальна капіталізація компанії для розміщення IPO на головному ринку ВФБ є 12-15 млн. дол. США, але розміщення менше за 15 млн. Євро не рекомендується. Отже виходячи із вартості пакету акцій та обсягу розміщення 25%-30% від статутного капіталу маємо капіталізацію у 40-60 млн. Євро.

Що ж до перспектив українських IPO та розширення їх географії потрібно відзначити той факт, що ДКЦПФР почала тісну співпрацю із Гонконгською Фондовою Біржею (ГФБ). Суть співпраці полягає у сприянні виходу українських емітентів, розробку механізму крос-лістингу та рекомендації для ДКЦПФР і емітентам зі сторони ГФБ. За словами голови ДКЦПФР перші українські IPO на ГФБ можуть вже відбутися у 2012 році. Українські фондові біржі також будуть технологічно готовими для IPO, але капіталізація компаній, для які потенційно будуть залучати капітал через механізм міні-IPO в Україні буде відносно невисока та коливатиметься від 10-30 млн. Євро, а сам механізм здійснення має бути розроблений ДКЦПФР в найближчі 2 місяці. За прогнозами аналітиків перші розміщення за допомогою міні-IPO можуть відбутися вже із весни наступного року. Вартість виходу буде порівняно із закордонними біржами нижчою і вимоги до лістингу будуть не такі жорсткі, але залучити можна буде на порядок менше коштів. Крім того, тут можна залучати кошти в національній валюті, що виключає валютний ризик.

Результати дослідження. В ході IPO важливу роль відіграють фондові біржі і рівень їх регулювання. Для компаній потрібно чітко визначитися із вибором платформи для розміщення, але цього потрібно врахувати наступні фактори — розмір розміщення, пул інвесторів, національне законодавство, витрати на IPO, досвід компаній, що вже виходили на дану біржу. За останній рік українські емітенти розміщувалися в основному на ЛФБ та ВФБ. На перевагу ЛФБ є наступні фактори: дуже висока ліквідність ринку, ліберальні вимоги до лістингу, відсутність вимог до емітента за обсягом розміщення і надання фінансової звітності за

попередні роки (для АІМ). Що ж до ВФБ, то головними чинниками, що приваблюють емітентів із України є: широкий та обізнаний із реаліями українського бізнесу пул інвесторів, достатня капіталізація ринку та культурна близькість. Загалом перспективи для емітентів із України є дуже оптимістичними як на міжнародному, так і на вітчизняному фондовому ринку.

#### Література

1. “Програма розвитку фондового ринку України на 2011-2015 роки”, - [Електронний ресурс] Режим доступу: [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).
2. Червякова С.В. Особливості здійснення вітчизняними підприємствами IPO на міжнародних фондових майданчиках /С.В.Червякова // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2009. – Вип. 27. – С. 269-276.
3. NYSE Listing Standards - [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.nyse.com/regulation/nyse/1147474807417.html>
4. Старцев В. Посткризисное IPO: где и как проводить? // Консультант. 2010. № 15. с.10-13.
5. FSA Handbook - [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/>
6. London Stock Exchange – market statistics - [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/markets.htm>
7. WSE> Market Data > Analysis and Statistics [Електронний ресурс] Режим доступу: [http://www.gpw.pl/analizy\\_i\\_statystyki\\_en](http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_en)
8. Admission criteria for foreign issuers - [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.wseinternational.eu/index.php?page=1572>