

УДК 330.322.12

## ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗМІЩЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ НА ВАРШАВСЬКІЙ ФОНДОВІЙ БІРЖІ ТА ЇЇ АЛЬТЕРНАТИВНИХ МАЙДАНЧИКАХ

Познякова О.І., Вільгард М.Р.

Національний університет «Львівська політехніка»

Розглянуто проблеми та перспективи розміщення цінних паперів українських компаній на Варшавській фондовій біржі. Проаналізовано вимоги до лістингу на Варшавській фондовій біржі. Зацікавленість польських інвесторів у українських компаніях підтверджується наявністю фондового індексу WIG-Ukraine, проаналізовано його структуру. Розглянуто переваги та недоліки розміщення цінних паперів на альтернативному майданчику NewConnect. Запропоновано запровадження проміжного етапу залучення інвестицій за допомогою українського фондового ринку.

**Ключові слова:** інвестиції, фондова біржа, лістинг, альтернативний майданчик, фондовий індекс, ділова активність.

**Постановка проблеми.** Залучення інвестицій для українських підприємств залишається одним з основних завдань в умовах економічної та політичної нестабільності. Інвестиції не тільки є джерелом розвитку господарської діяльності, покращення фінансового стану та нових можливостей на ринку. Вони відіграють суттєву роль у встановленні стандартів, якісній зміні менеджменту, особливо, якщо мова йде про іноземні інвестиції.

Важливим посередником між емітентом та інвестором залишаються фондові біржі. Для українських підприємств за останні роки однією з найбільш привабливих є Варшавська фондова біржа, яка змогла створити для іноземних емітентів сприятливі та зрозумілі умови залучення інвестицій.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблема залучення інвестицій на іноземних фондових біржах є досить актуальною. До вчених, які досліджували дану тематику можна віднести таких як Старостенко Г.Г., Торшина Є.О. [3], І.М. Фищука [4] та інші. Однак в даних дослідженнях мало уваги приділяється альтернативним майданчикам міжнародних фондових бірж, зокрема Варшавської та їх значенню для емітентів.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Розміщення українськими

підприємствами цінних паперів на фондових біржах світу є бажаним, але далеко не для всіх доступним методом залучення інвестицій. Причиною цього є низька конкурентоздатність на світовому ринку через складність ведення господарської діяльності, економічну нестабільність, низькі фінансові результати та відмінності у веденні господарської діяльності порівняно із вимогами інших країн світу. Тому існують такі альтернативні платформи, які створюють більш лояльні перехідні умови для емітентів та інвесторів. При Варшавській фондовій біржі такою платформою є ринок NewConnect. Слід відзначити, що навіть на альтернативних майданчиках вимоги до залучення інвестицій щороку зростають. Тому українські емітенти прагнуть щоразу підвищувати стандарти своєї діяльності. З одного боку, це ускладнює процес інвестування. З іншого боку – сприяє формуванню нового типу суб'єктів господарювання.

**Постановка завдання.** Метою статті є визначення основних вимог до лістингу на Варшавській фондовій біржі та особливості залучення інвестицій на її альтернативних майданчиках. Важливим є завдання сформулювати механізм адаптації українських підприємств до міжнародних стандартів ведення господарської діяльності із залученням фондового ринку України.

Таблиця 1

Статистичні показники діяльності  
Варшавської фондової біржі

Рік	Капіталізація польських компаній (млн зл.)	Кількість компаній	Обороти акцій (млн зл.)	Обороти облігацій (млн зл.)	Обсяг обороту контрахтами (шт.)
2005	308417,32	255	98517	2754	5378517
2006	437719,22	284	169348	2768	6386046
2007	509887,41	351	239740	1748	9477868
2008	267359,31	374	165658	2500	12233935
2009	421178	379	175943	1476	13424593
2010	542646,12	400	234288	1428	14009202
2011	446151,22	426	268139	836	14608953
2012	523390,23	438	202880	1043	10592353
2013	593464,45	450	256147	1653	11806976
2014	591164,93	471	232864	992	9001819
2015	516785,16	487	225287	904	7766891
2016 (січень-лютий)	507096,78	486	28476	181	1128059

Джерело: сформовано на основі [1]

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Протягом десяти останніх років українські підприємства активніше проводять підготовку до розміщення цінних паперів на міжнародних фондових ринках.

У 2005 році трьома українськими компаніями було здійснено перші розміщення акцій на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (London AIM). Серед них, зокрема, XXI Century Investments (138,7 млн. дол.), Cardinal Resources (20,17 млн. дол.) та Ukrproduct Group (11 млн. дол.) [4, с. 50].

Однією з процедур виходу на фондовий ринок є процедура IPO. Серед українських компаній прикладом першого публічного розміщення цінних паперів на Варшавській фондовій біржі є компанії Astarta Holdings та Kernel Holding. Наслідком даних операцій був вихід компаній на світовий фінансовий ринок та ріст цін їхніх акцій.

Слід відзначити, що перевагою розміщення капіталу на головній біржі Польщі є лояльне законодавство, відносно невисокі витрати для розміщення та проста порівняно з біржами інших країн процедура виходу на біржу.

Першою умовою розміщення цінних паперів на ВФБ є реєстрація емітента у одній з країн Євросоюзу. Якщо емітент не знаходиться у Європейському Союзі, виходом є реєстрація в одній з країн Євросоюзу так званої іноземної дочірньої компанії, в яку вносяться акції фірми, котра виходить на біржовий майданчик Варшави. З уваги на сприятливі правову та податкову бази, компанії такого типу найчастіше створюються в Голландії, на Кіпрі та в Люксембурзі. Таке вирішення проблеми використовують також українські компанії [1].

Варшавська фондова біржа розпочала свою діяльність 16 квітня 1991 р., в період розпаду економічної трансформації Польщі і була одним з найбільш динамічно зростаючих майданчиків та найбільшою національною біржею в регіоні Центрально-Східної Європи. Ринок похідних фінансових інструментів ВФБ функціонує з 1998 р. Головним завданням ВФБ є організація торгів фінансовими інструментами.

У листопаді 2010 р. відбулось IPO Варшавської фондової біржі на її Головному майданчику, з того часу біржа є публічною компанією [2].

Варшавська фондова біржа складається з Головного ринку, що діє з самого початку функціонування бірж та альтернативних майданчиків. Біржа – це регульований ринок, який контролюється Комісією з фінансового нагляду Польщі.

Основні статистичні показники діяльності Варшавської фондової біржі показано у табл. 1.

Динаміка капіталізації компаній та їх кількості на Варшавській фондовій біржі, то протягом останніх 11 років є позитивною. Капіталізація компаній зросла майже у 2 рази.

Крім головного ринку є ринок NewConnect. Це платформа, де молоді компанії з високим потенціалом зростання мають можливість залучити інвестора. Даний ринок функціонує як Альтернативна система, де торгують фінансовими інструментами малих та середніх компаній. Ще однією платформою є ринок Catalyst, призначений для недержавних боргових інструментів – комунальних та корпоративних облігацій, а також для інвестиційних сертифікатів.

З Варшавською фондовою біржею співпрацюють сьогодні 13 українських підприємств. Першою компанією на NewConnect є AGROLIGA. Agroliga – це група компаній середнього розміру, які працюють в сільському господарстві України.

За 3 роки їхній прибуток зріс у 4 рази. Agroliga Group придбала ще одну компанію з сільськогосподарської галузі та збільшила земельний банк на 1500 га. На сьогодні компанія планує перехід з ринку NewConnect на Головний майданчик ВФБ.

Зацікавленість польських інвесторів в українських компаніях підтверджується наявністю окремого індексу WIG-Ukraine. Індекс WIG-Ukraine є другим (після WIG-Poland) національним індексом, розрахунок якого здійснюється Варшавською фондовою біржею з 31 грудня 2010р. 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 в значній мірі на її території.

Склад індексу WIG-Ukraine станом на 11 березня 2016 року зображено у табл. 2.

Перший курс індексу був опублікований 4 травня 2011р. Перший історичний курс був визначений 31 грудня 2010р. і складав 1000 пунктів. 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 [2].

Протягом 3 років індекс WIG-Ukraine коливався. Найменшого значення він досяг у грудні 2014 року і становив 259,83 пунктів. У березні 2016 року індекс зріс і становив 379,44 пунктів. Причини його падіння в грудні 2014 року була зміна у структурі портфеля індекса, дестабілізація політичної і економічної ситуації в Україні.

Головний ринок Варшавської фондової біржі призначений здебільшого для успішних підприємств з досвідом, які досягли значних фінансових успіхів. Розміщення акцій компанії на головному ринку ВФБ. Цей ринок призначений для компаній, які є високорозвиненими, здійснюють первинне

Склад WIG-Ukraine станом на 11 березня 2016 р.

№	Інструмент	Код ISIN	Пакет, шт.	Ринкова вартість пакету (PLN)	Частка в портфелі (%)
1	KERNEL	LU0327357389	7,387,000	409,461,410	43.784
2	ASTARTA	NL0000686509	9,053,000	312,419,030	33.407
3	OVOSTAR	NL0009805613	1,404,000	128,466,000	13.737
4	IMCOMPANY	LU0607203980	9,809,000	62,679,510	6.702
5	MILKILAND	NL0009508712	8,276,000	10,510,520	1.124
6	AGROTON	CY0101062111	6,399,000	6,526,980	0.698
7	KSGAGRO	LU0611262873	5,282,000	5,123,540	0.548

Джерело: сформовано на основі [1]

публічне розміщення акцій (IPO) та мають намір провести чергові розміщення (SPO), зацікавлені залученням капіталу обсягом від трьох і більше мільйонів євро (до одного мільярда); чії основні інвестори приймають рішення про довгострокове розпорощення капіталу серед менших інвесторів, особливо фінансових інвесторів, розуміють біржу та ринок капіталу як місце для фінансування свого розвитку хоча б у перспективі декількох років [3].

Таблиця 3

### Вимоги до лістингу компаній на Варшавській фондовій біржі

Основні вимоги
<ol style="list-style-type: none"> <li>Компанія не знаходиться в процесі процедури банкрутства чи ліквідації.</li> <li>Компанія не має обмежень щодо продажу акцій.</li> <li>Сумарна вартість акцій не менше 10 млн. євро.</li> <li>Фінансові звіти та аудиторські висновки за останні 3 роки.</li> <li>Розподіл акцій: <ul style="list-style-type: none"> <li>не менше 15% усіх акцій компанії повинні належати міноритарним акціонерам;</li> <li>не менше 100 тис. акцій компанії вартістю не менше, ніж 1 млн. євро мають бути сконцентровані в руках міноритарних акціонерів.</li> </ul> </li> </ol>
Поточні вимоги
<ol style="list-style-type: none"> <li>Квартальна, піврічна, річна звітність, а також надання особливої інформації.</li> <li>Виконання прийнятих на ВФБ «Правил доброго корпоративного управління» не є обов'язком, але рекомендацією.</li> </ol>

Джерело: сформовано на основі [5]

Отже, головний майданчик Варшавської фондової біржі є оптимальним варіантом для високо-розвинених компаній локального та регіонального рівнів з достатньо високим рівнем капіталізації, стратегічна політика яких спрямована на залучення інвестиційних ресурсів за допомогою публічного розміщення акцій.

Однак для розміщення акцій на Головній фондовій біржі Польщі підприємствам необхідно відповідати основним та поточним вимогам до лістингу, які відображені у табл. 3.

Проте з кожним роком вступ до Варшавської фондової біржі стає все важчим через зростання вимог. Тому для українських підприємств доступною є альтернативна торгова система NewConnect.

Малому бізнесу краще орієнтуватися на NewConnect, оскільки даний альтернативний майданчик забезпечує більш лояльні вимоги до лістингу та прості процедури допуску, нижчі витрати на розміщення.

Важливим є те, що дана платформа забезпечує доступ до інвесторів та бізнес-партнерів,

в майбутньому допомагає у формуванні іміджу компанії [2].

NewConnect дає можливість залучення від 100 тис. євро до 5 млн. євро. Це є особливістю даного ринку, оскільки на основних біржових ринках об'єм розміщення фінансових інструментів рідко буває менше 10 млн. євро.

Однак NewConnect має свої певні особливості. Так українським компаніям в сучасних економічних умовах стикаються з рядом труднощів:

– У усьому світі діють міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ). Тому емітент повинен трансформувати свою звітність згідно з міжнародними стандартами. І надалі вести облік у цих стандартах.

– Хоча для емітентів NewConnect вимога аудиторської звітності не є обов'язковим, але на практиці, інвестори, що розглядають можливість придбання акцій української компанії, хотіли б бачити аудиторський звіт. Це зумовлює необхідність залучення ще одного консультанта – аудиторську компанію, і знову таки ж потребує затрат [6].

– У відповідності з правилами NewConnect до лістинга допускаються компанії, які мають європейську юрисдикцію. Це також приводить до додаткових дій – необхідності інкорпорації української компанії в євросону. Цю роботу проводить ще одна діюча особа – юридичний радник [6].

В результаті значно знизився показник головного індексу WIG 20. На сьогоднішній час цей показник повернувся до такого курсу, який був шість років тому. Поштовхом до його падіння був вивід грошових коштів з Відкритих пенсійних фондів, адже вони були постачальниками капіталу на біржі і брали активну участь у його підвищенні.

Протягом 2015 року індекс WIG-20 знизився на 20%, а WIG-Ukraine за цей час зріз на 50%, тому на тлі польських показників він залишається досить стабільним. Однією з основних причин цього є те, що акції українських підприємств значно подешевшали після погіршення економічної і політичної ситуації в Україні. Тому з одної сторони для іноземних інвесторів їхня ціна є привабливою, а з іншої – вкладення в українські фінансові інструменти для них є досить ризиковим.

Хоч вимоги до лістингу на NewConnect є відносно, ніж на Головному ринку Варшавської фондової біржі, українським компаніям все одно не легко відповідати цьому рівню. Українським емітентам доведеться витратити більше часу та коштів. Але це є своєрідною «платою» за можливості, які вони отримують в майбутньому. І ці вимоги повинні українські компанії тільки мотивувати до підвищення стандартів своєї діяльності.

Варто створити на державному рівні проміжний додатковий етап з первинного розміщення цінних паперів невеликими пакетами на українських фондових біржах. Ініціатором і контролюючим органом мала б стати Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Виконання умов проміжного етапу залучення інвестицій на фондовому ринку дало б ряд необхідних ефектів: по-перше, для вітчизняних підприємств це було б адаптацією до міжнародних стандартів із змінами у системі управління та звітності, адже міжнародні фондові ринки для лістингу вимагають позитивну динаміку фінансових показників за декілька останніх років, відкрити публічну інформацію про господарську діяльність; по-друге, важливим є те, що в результаті ухвалення даного проміжного етапу буде задіяний фондовий ринок України, вітчизняні інвестори, що пожвавить економічну кон'юнктуру. В результаті будуть створюватися нові учасники фінансового ринку, зокрема аналітичні, консультаційні компанії.

**Висновки з проведеного дослідження.** Отже, можна зробити висновок, що Варшавська фондова біржа та її альтернативні платформи є перспективним майданчиком для інвестування в українські компанії. Незважаючи на те, що умови лістингу та участі з кожним роком стають все жорсткіші, українських емітентів дані зміни повинні мотивувати до розвитку та зростання стандартів ділової активності.

Залучення проміжного етапу виходу українських компаній на міжнародні фондові ринки забезпечить покращення інфраструктури на фінансовому ринку України. Оптимізація процедури IPO та можливість його проведення на території України значно вплине на кількість перших публічних розміщень, проведених українськими компаніями, що, в свою чергу, покращить їхню ліквідність, капіталізацію фондового ринку країни. Дані зміни матимуть позитивний вагомий вплив на розвиток вітчизняної економіки.

### Список літератури:

1. Офіційний сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс] – Режим доступу: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
2. Офіційний сайт Представництва Варшавської фондової біржі в Україні [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ipowse.com.ua/promo-materials/>
3. Старостенко Г. Г. Первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі: український погляд / Г. Г. Старостенко, Є. О. Торшин // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2011. – № 1. – С. 549-558.
4. Фищук І. М. Переваги та недоліки первинного розміщення акцій в умовах глобалізації фондового ринку / І. М. Фищук // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – № 9. – С. 48-52.
5. Путівник емітента – WSE IPO Factory [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ipowse.com.ua/images/media/presentation\\_ukr.ppt](http://www.ipowse.com.ua/images/media/presentation_ukr.ppt)
6. Icon capital – Варшавська фондова біржа. NewConnect – «манна небесна» чи «тернистий шлях до зірок» Factory [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://icom-capital.com.ua/uk/2011/09>
7. Investfunds – WIG-Ukraine: архив значень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://investfunds.ua/markets/indicators/WIG-Ukraine/>

**Познякова Е.И., Вильгард М.Р.**

Национальный университет «Львовская политехника»

## ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗМЕЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ УКРАИНСКИХ КОМПАНИЙ НА ВАРШАВСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖЕ И ЕЕ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ПЛОЩАДКАХ

### Аннотация

Рассмотрено проблемы и перспективы размещения ценных бумаг украинских компаний на Варшавской фондовой бирже. Проанализировано требования к листингу на Варшавской фондовой бирже. Заинтересованность польских инвесторов в украинских компаниях подтверждается наличием фондового индекса WIG-Ukraine, проанализировано его структуру. Рассмотрено преимущества и недостатки размещения ценных бумаг на альтернативной площадке NewConnect. Предложено введение промежуточного этапа привлечения инвестиций с помощью украинского фондового рынка.

**Ключевые слова:** инвестиции, фондовая биржа, листинг, альтернативная площадка, фондовый индекс, деловая активность.

**Pozniakova O.I., Wilgard M.R.**

National University «Lviv Polytechnic»

## **THE PROBLEMS AND PROSPECTS OF LOCATION OF SECURITIES OF UKRAINIAN COMPANIES ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE AND ITS ALTERNATIVE VENUES**

### **Summary**

The problems and prospects of placement of securities of Ukrainian companies were considered on the Warsaw Stock Exchange. The requirements for listing were analyzed on the Warsaw Stock Exchange. The availability of Stock index WIG-Ukraine is confirmed by interested in Ukraine companies by Polish investors and the structure was analyzed. Advantages and disadvantages of location of securities were considered on the alternative venue NewConnect. The intermediate stage of investment attraction was proposed and implemented with the help of the Ukrainian stock market.

**Keywords:** investments, stock exchange, listing, alternative venue, stock index, business activity.