

PROBLEMY UKRAIŃSKICH PRZEDSIĘBIORSTW NA MIĘDZYNARODOWYM RYNKU KAPITAŁOWYM

dr, doc. Mykoła Stecko,

**Tarnopolski Narodowy Uniwersytet Ekonomiczny, Wydział Finansów, Katedra Finansów Podmiotów
Gospodarowania i Ubezpieczeń,
46020 m.Tarnopol, ul.Lwowska, 11**

Biorąc pod uwagę przewagi, powiązane z publicznym rozmieszczeniem praw korporacyjnych, management oraz właścicieli wielu zakładów Ukrainy przechodzą do praktycznej realizacji strategii załączenia zasobów finansowych przez IPO (od angielskiego *Initial Public Offering*). Pod IPO rozumie się oferta, dotycząca sprzedaży akcji przedsiębiorstwa, adresowana nieograniczonemu kręgowi osób i prowadzi się drogą emisji papierów wartościowych na podstawie otwartej (publicznej) subskrypcji. Termin IPO wykorzystuje się w większym stopniu przy charakterystyce procesu rozmieszczenia akcji na międzynarodowych rynkach kapitałowych, jednak pierwotne rozmieszczenie może prowadzić się i na ojczystych giełdach funduszowych. W tym przypadku pozytywny efekt od IPO nie będzie tak odczuwalny, jak w przypadku pierwotnego rozmieszczenia na giełdach funduszowych Londyna, Nowego Jorku czy Frankfurtu na Majnie. Prowadząc wyjście na otwarty rynek funduszowy, zakład w razie niezbędności może po pewnym okresie prowadzić następne załączenia kosztów w wyniku zwiększenia kapitału statutowego oraz dodatkowej emisji akcji.

Pytanie pierwotnego rozmieszczenia akcji na rynkach funduszowych jest szczegółowo aktualne w ostatnie lata, kiedy w świecie obserwuje się tendencja do istotnego zwiększenia zasięgów załączenia kosztów przez IPO. Tak, rok 1996 był rekordowym co do załączenia zasobów. W ciągu lat 2005-2007 niektóre zakłady ukraińskie także prowadziły ekspansję na rynki międzynarodowe. Jednak, zasięgi załączeń kosztów przez przedsiębiorstwa ukraińskie tak na międzynarodowym, jak na wewnętrznym rynku funduszowym w porównaniu z tendencjami światowymi nie są wielkie. To zostało spowodowane tym, że wykorzystanie IPO jako instrumentu załączenia zasobów powiązane z całym szeregiem pytań problemowych, bez decyzji których próby publicznego rozmieszczenia w celu optymalizacji polityki finansowania zakładów skazane na niepowodzenie. Te pytania powiazane są z niezbędnością optymalizacji stosunków finansowych, wynikających w procesie pierwotnego rozmieszczenia, zmniejszenia terminów prowadzenia IPO oraz minimalizacji wydatków na rozmieszczenie. Istotnego udoskonalenia potrzebuje także ojczysta

baza normatywno-prawna, regulująca procesy opodatkowania operacji na rynku funduszowym, ochronę praw własności, porządek prowadzenia finansowego pośrednictwa na rynku funduszowym.

Można stwierdzić, że w Ukrainie obserwuje się brak naukowego zabezpieczenia podjęcia decyzji w zakresie załączenia kosztów przez IPO. Na zachodzie duże zakłady i banki mają w swoich strukturach całe naukowo-badawcze instytucje, jakie, oprócz innego zapewniają naukowe popieranie procesów rozmieszczenia papierów wartościowych na rynkach. W ukraińskich wydaniach fachowych można znaleźć niektóre prace naukowe odpowiedniej problematyki. W pracach naukowych podstawowe akcenty koncentrują się przeważnie na pytaniach roli oraz znaczenia rynku papierów wartościowych jako instytucji, regulacyjnych dźwigni oddziaływania Państwowej komisji z papierów wartościowych i rynku funduszowego, pytaniach technicznych, związanych z rejestracją emisji papierów wartościowych, finansową analizą przedsiębiorstw emitentów. Niezaprzeczalnie, zaznaczone pytania potrzebują zasadniczego badania, na co skierowane prace takich ekonomistów, jak: O.Androszczuk, D.Leonowa, A.Moroz, O.Mozgowyj, A.Peresada, S.Pryjmak, M.Puchowkina oraz inni. Jednocześnie, poznawanie ukraińskich i rosyjskich naukowo-praktycznych źródeł wskazuje na to, że nie pozostają w kręgowi naukowych badań pytania zmniejszenia wydatków oraz optyimizacji procesu pierwotnego rozmieszczenia. Te czynniki powodują aktualność i niezbędność kontynuacji badań w zakresie problematyki pierwotnego rozmieszczenia papierów wartościowych.

Celem oferowanego artykułu jest badanie miejsca underritingu w procesie pierwotnego rozmieszczenia papierów wartościowych oraz uzasadnienie jego znaczenia dla zabezpieczenia osiągnięcia celu IPO.

Niezwykłą dynamikę międzynarodowego rynku IPO potwierdza fakt, że w roku 2006 na podstawowych funduszowych płaszczyznach świata przez zakłady zostało załączono rekordowy zasięg zasobów - 246 mlrd. dol. USA (Dealogic, Thomson Financial, Эрнст энд Янг, 2007). Największymi funduszowymi rynkami, na których prowadzi się publiczne rozmieszczenie akcji, są Londyn (LSE oraz AIM – do 40% wszystkich IPO), Nowy Jork (NYSE oraz NASDAQ, prawie 11 % wszystkich operacji IPO), Frankfurt na Majnie (Deutsche Börse – 4% wszystkich IPO), Paryż (Euronext – 3%). Charakterystyka największych załączeń kosztów przez IPO w 2006 r. została podana w tablicy 1.

Tab.1: Największe pierwotne rozmieszczenia korporacyjnych praw (IPO) na międzynarodowych rynkach finansowych w 2006 r.

№	Zakład	Kraj pochodzenia	Sektor gospodarki	Zasięg załączonych kosztów, mln. dol. USA	Miejsce rozmieszczenia emisji

1	INDUSTRIALNY KOMERCYJNY BANK W CHINACH (ICBC)	Chiny	Usługi finansowe	21 929	Ghonkong
2	BANK OF CHINA	Chiny	Usługi finansowe	11 186	Ghonkong
3	РОСНЕФТЬ	Rosja	Energetyka	10 656	Londyn
4	NATIXIS	Francja	Usługi finansowe	5296	Euronext (Paryż)
5	STANDARD LIFE ASSURANCE CO	Wielka Brytania	Usługi finansowe	4444	Londyn
6	LOTTE SHOPPING LTD	Korea Południowa	Handel detaliczny	3738	Korea
7	AOZORA BANK LTD	Japonia	Usługi finansowe	3218	Tokio
8	SARAS SPA	Włochy	Energetyka	2637	Mediolan
9	MASTERCARD INC	USA	Towary spożywcze, usługi	2579	Nowy Jork NYSE
10	CHINA COMMUNICATIONS CONSTRUCTION	Chiny	Przemysł	2379	Ghonkong
11	PETROPLUS HOLDINGS AG	Szwajcaria	Energetyka	2318	Ciurich
12	РАЗВЕДКА И ДОБЫЧА КАЗМУНАЙГАЗ	Kazachstan	Energetyka	2255	Londyn
13	CHINA COAL ENERGY CO LTD	Chiny	Materiały przemysłowe	1945	Ghongkong
14	DEBENHAMS LTD	Wielka Brytania	Handel detaliczny	1924	Londyn
15	DAQIN RAILWAY CO	Chiny	Przemysł	1921	Szanchaj
16	SYMRISE AG	Niemcy	Towary spożywcze	1846	Frankfurt
17	RELIANCE PETROLEUM LTD	India	Energetyka	1832	Bombaj
18	SNS REAAL GROEP NV	Niderlandy	Usługi finansowe	1724	Euronext (Paryż)
19	BIFFA PLC	Wielka Brytania	Energetyka	1691	Londyn
20	SPIRIT AEROSYSTEMS HOLDINGS INC.	USA	Przemysł	1647	NYSE

Zródło: Dealogic, Thomson Financial, Эрнст энд Янг, 2007. - <http://www.ey.com>.

Największe w świecie załączenie kosztów przez IPO zostało prowadzone w 2006 r. przez Industrialny Komercyjny Bank w Chinach (ICBC), który mobilizował prawie 22 mlrd. dol. USA. Drugi według zasięgu rozmiaru emisji także należy chińskiemu zakładowi finansowemu. Bank of China w wyniku emisji załączył więcej, niż 11 mlrd. dol. USA. O dosyć dynamicznym rozwojowi świadczą zakłady rosyjskie. Mianowicie, przez energetycznego olbrzyma «Rosneft» zostało załączono więcej, niż 10,5 mlrd. dol. USA. Według ocen ekspertów, w najbliższym okresie jeszcze około 70 rosyjskich przedsiębiorstw planują załączyć koszty na londyńskiej giełdzie funduszowej. Jednocześnie, około 20 przedsiębiorstw ukraińskich także planują wejście na publiczne rozmieszczenie swoich akcji. Wyjście na rynek funduszowy jest najpierw czynnikiem wzrostu wartości zakładu. Tak, właściciel sieci „Wielka Kiszenia” w grudniu 2005 r. sprzedał 10% akcji

swego zakładu za 27,5 mln. dol., czyli rynkowa kapitalizacja sieci wynosiła 275 mln. dol. Na dzień dzisiejszy odpowiednio do notowania akcji rynkowa kapitalizacja „Wielkiej Kiszni” wynosi 775 mln. dol. Głównemu akcjonariuszowi należy 88% akcji, które kosztują 682 mln. dol. – na 150% więcej, niż wartość całej sieci półtora lata temu (Kykca, 2007, s.5).

Pierwotne rozmieszczenie praw korporacyjnych jest procesem trudnym, wydatkowym i długotrwałym. Dość wysokim jest poziom ryzyka niedorozmieszczenia akcji na rynku albo istotnego zniżenia kursu od razu po rozmieszczeniu. W pewnym stopniu ułatwić proces pierwotnego rozmieszczenia korporacyjnych praw oraz zmniejszyć zaznaczone ryzyka może underriter i doradca rozmieszczenia. Właśnie dlatego ważnym etapem prowadzenia IPO jest wybór doradcy oraz underritera. Zastanowimy się bardziej detalicznie na badaniu roli underritera w mechanizmie załączenia kosztów przez IPO. Pierwotne rozmieszczenie, z reguły, prowadzi się w większym stopniu z załączeniem inwestycyjnych banków jako underriterów – organizatorów rozmieszczenia (Lead Manager). Wiadomości o underriterowi, jeżeli emitent korzysta z jego usług co do rozmieszczenia pewnej emisji, dołączają się do prospektu emisji.

Termin „underriting” w literaturze gospodarczej spotyka się dosyć często przy charakterystyce różnych aspektów działalności finansowej oraz pośredniczej, w tym w ubezpieczeniu. Tak, Ustawy Ukrainy „O papierach wartościowych i rynku funduszowym” i „O państwowym regulowaniu rynku papierów wartościowych w Ukrainie” nie dają dokładnej definicji terminu „underriting”, a konstatują jak rozmieszczenie (subskrybcja, sprzedaż) papierów wartościowych przez handlarza na zlecenie, w imieniu i za koszt emitenta. W Ustawie zaznacza się, że wymogi do operacji, prowadzących się przez underritera, ustalają się przez Państwową komisję z papierów wartościowych i rynku funduszowego. Jednak, zatwierdzone przez Państwową komisję z papierów wartościowych oraz rynku funduszowego „Reguły (warunki) prowadzenia działalności z handlu papierami wartościowymi: działalności brokerskiej, działalności dylerskiej, underritingu, zarządzania papierami wartościowymi” zawierają tylko wymogi do Umów underritingu oraz do Umów na zdobycie papierów wartościowych. Problem polega na tym, że w wymienionych normatywno-prawnych aktach nie obecna detaliczna definicja mechanizmu prowadzenia underritingu.

Bardziej detaliczna definicja underritingu została podana w Ustawie „O bankach i działalności bankowej”. Pod tym terminem rozumie się kupowanie na pierwotnym rynku papierów wartościowych z następnym odsprzedażem inwestorom; zawieranie umowy o gwarancji pełnej lub częściowej sprzedaży papierów wartościowych emitenta inwestorom, o pełnym lub częściowym ich wykupie według fiksowanej ceny z następnym odsprzedażem albo o zobowiązaniu nabywcy robić wszystko, co jest możliwe, żeby sprzedać jak najwięcej papierów wartościowych, nie biorąc zobowiązań nabyć jakie-bądź nie sprzedane papiery wartościowe. Ta definicja w pewnym stopniu

uzgadnia się z ordynacją Ustawy „O papierach wartościowych i rynku funduszowym”, zgodnie z którą na wypadek publicznego rozmieszczenia papierów wartościowych underriter może brać zobowiązania, umówić się z emitentem co do gwarancji sprzedaży wszystkich papierów wartościowych emitenta, podlegających rozmieszczeniu, albo ich części. Jeżeli emisja papierów wartościowych zawiera się publicznie nie w pełnym zasięgowi, underriter może prowadzić pełny albo częściowy wykup nie realizowanych papierów wartościowych według określonej w Umowie fiksovanej ceny na zasadach przedstawicielstwa komercyjnego odpowiednie do wziętych na siebie zobowiązań. Jednak, z tych ordynacji nie jest zrozumiałe, jakie są podstawowe funkcje underritera w pierwotnym rozmieszczeniu akcji.

Do definicji underritingu, jako ważnej funkcji, co jest częścią składową procesu publicznego rozmieszczenia akcji zwrócimy się do praktyki ojczyznej i zagranicznej IPO. Badania empiryczne wskazują, że underriter łączy się do optymalizacji procesu rozmieszczenia korporacyjnych praw. Optymalizacja przewiduje minimalizację terminów i wydatków na IPO, maksymalizację zasięgów łączenia zasobów według minimalnej wartości, kształtowania celowej struktury inwestorów i stabilizacji kursu rynkowego. Dosty często underriter pełni także funkcję doradcy. Jednak możliwe sytuacje, kiedy emitent łączy osobno doradcę (na przykład, autorytatywny zakład audytorski) oraz underritera (na przykład, wielki bank). Tak, na przykład, doradcą zakładu Ferrexpo AG była firma JPMorgan Cazenove, a underriterem Deutsche Bank.

Podstawowa funkcja emisijnego banku jako menedżera rozmieszczenia polega na tym, że on, z reguły, wykupuje cały zasięg emisji w emitenta, i prowadzi się szereg przedsięwzięć co do dalszego rozmieszczenia akcji wśród inwestorów instytucyjnych i prywatnych. Taka praktyka rozmieszczenia ma przewagę na największych rynkach funduszowych, mianowicie w Niemczech, USA, Wielkiej Brytanii. Prawne stosunki wzajemne między underriterem, emitentem oraz akcjonariuszami regulują się przez specjalną transakcję (Underwriting Agreement). Transakcje takiego rodzaju powinny zawierać się zgodnie z angielsko-amerykańskim kształtem kontraktów na nabycie przedsięwzięcia (Picot, 2002, s.230). Transakcja powinna zawierać zobowiązania banku emisijnego, dotyczące nabycia (subskrypcji) pewnej ilości akcji oraz następnego ich publicznego rozmieszczenia. Także może być przewidziana Umowa, według której przed publicznym rozmieszczeniem akcje oferują się istniejącym akcjonariuszom, czyli oni mają możliwość korzystać z dominujących praw. Otóż, według tego podejścia (w praktyce międzynarodowej ono otrzymało nazwę underritingu z gwarantowanymi zobowiązaniami), underriter gwarantuje dla emitenta utarg od sprzedaży akcji, i faktycznie kupuje je.

Zgodnie z ojczyznymi normatywno-prawnymi aktami, przedmiotem Umowy underritingu jest nadanie usług klientowi przez handlarza, dotyczących rozmieszczenia papierów wartościowych emitenta na rynku pierwotnym na zlecenie w imieniu oraz kosztem klienta (O zatwierdzeniu Reguł

(warunków) prowadzenia działalności z handlu papierami wartościowymi: działalności brokerów, działalności dylerów, underritingu, zarządzania papierami wartościowymi: Decyzja Państwowej komisji z papierów wartościowych i rynku funduszowego od [12.12.2006 №1449](#)).

Otóż, mamy jednostronne podejście (anderriting według zasady maksymalnych starań) do traktowania underritingu ujawnia się jego podstawowa istota, ponieważ postulują się wyłącznie usługi z rozmieszczenia akcji, a nie zobowiązania, dotyczące wykupu emisji czy gwarancji wykupu i rozmieszczenia. Chodzi tu o kształcie underritingu, według którego pośrednik finansowy zobowiązuje się realizować maksymalny zasięg akcji, nie biorąc odpowiedzialności za ryzyko niedorozmieszczenia. Ale underriter ma prawo (jednak, nie jest zobowiązany) „w razie publicznego rozmieszczenia papierów wartościowych brać na siebie zobowiązania na mocy porozumienia z emitentem co do gwarancji sprzedaży wszystkich papierów wartościowych emitenta, podlegających rozmieszczeniu, albo ich części; całkiem albo częściowo wykupić nierealizowane papiery wartościowe według określonej w Umowie fiksovanej ceny na zasadach przedstawicielstwa komercyjnego” (O zatwierdzeniu Reguł (warunków) prowadzenia działalności z handlu papierami wartościowymi: działalności brokerów, działalności dylerów, underritingu, zarządzania papierami wartościowymi: Decyzja Państwowej komisji z papierów wartościowych i rynku funduszowego od [12.12.2006 №1449](#)).

Schemat rozmieszczenia akcji przez underritera (bank emisijny), rozpowszechniony w praktyce międzynarodowej, przewiduje fakt, że prawo własności na akcje bank otrzymuje z początkiem subskrypcji na akcje oraz rejestracji w odpowiednim organie zwiększenia kapitału statutowego. Przy czym, środki pieniężne, odpowiadające kwocie wartości nominalnej emisji emitent przez pewny okres otrzymuje po początku targów giełdowych i rozmieszczeniu akcji wśród inwestorów. W tym kontekście trzeba powiedzieć, że subskrypcja banku emisijnego na akcje prowadzi się z reguły według kursu nominalnego. Różnica między utargiem emisyjnym oraz kwotą według wartości nominalnej przelewa się emitentowi po zakończeniu rozmieszczenia. Nabycie przez underritera emisji według wartości nominalnej daje dominujące przewagi do prowadzenia negocjacji z inwestorami co do kursu emisji.

Na wypadek prowadzenia wielkich według zasięgu IPO organizator rozmieszczenia kształtuje konsorcjum bankowe. Stworzenie konsorcjum bankowego zostało spowodowane niezbędnością zmniejszenia oraz dywersyfikacji ryzyków finansowych, dotrzymania wskaźnika normatywy maksymalnego rozmiaru ryzyka na jednego klienta, popieranie płynności banków. Konsorcja bankowe kształtują się jako tymczasowe połączenia banków, które zaczynają swoją działalność do koordynacji działań w prowadzeniu różnego rodzaju ryzykownych operacji bankowych, a mianowicie finansowania jednej, ale wielkiej transakcji z rozmieszczenia IPO. Bankiem-koordynatorem w IPO-konsorcjum jest bank-manager rozmieszczenia.

Biorąc pod uwagę podane wyżej, pod IPO-underritingiem rozumiemy działalność zakładów finansowych (przeważnie banków) z kierownictwa publicznego rozmieszczenia akcji na rynku funduszowym, mających dwie formy: wykupu papierów wartościowych w emitenta z następnym rozmieszczeniem na otwartym rynku albo rozmieszczenia papierów wartościowych na zlecenie, w imieniu oraz kosztem emitenta bez odpowiedzialności finansowej za niedorozmieszczoną część emisji. Przedmiotem Umowy underritingu, według naszej opinii, powinno być nadanie usług underritera emitentowi co do organizacji, wykupienia i publicznego rozmieszczenia papierów wartościowych emitenta na pierwotnym rynku.

Do uzgadniania sprzyjających warunków współpracy z bankiem emisyjnym emitent powinien pozycjonować siebie jako przedsiębiorstwo inwestycyjnie ponętne z wysoką potencją wzrostu wartości rynkowej. Wybór banku-underritera rekomenduje się prowadzić na zasadach konkurencyjnych, na przykład, przez organizację negocjacji z bankami głównymi, które mogą być potencjalnymi kandydatami na rolę managera rozmieszczenia. Jeżeli chodzi o planowaniu wielkiego IPO na rynkach międzynarodowych, to wśród pretendentów na rolę underritera powinny być struktury globalnie działających banków czy brokerów. W swojej prezentacji („Beauty Contest”) przed przedstawicielami banków emitent powinien pokazać swoje przewagi konkurencyjne i czynniki skutecznego wyjścia na rynek funduszowy. Także powinny być przedstawione średniookresowe plany działalności (co najmniej na trzy lata). Podstawowe kryteria wyboru underritera przy prowadzeniu IPO można określić tak:

- skuteczne doświadczenia pracy pośredników banku z IPO;
- autorytet na międzynarodowym rynku finansowym;
- istnienie dostatecznych zasobów dla zabezpieczenia IPO;
- skuteczne doświadczenia stosunków spółdzielnianych między emitentem oraz bankiem;
- wydatki na prowadzenie emisji przez odpowiedni bank;
- zespół towarzyszących prac, które zobowiązuje się spełnić bank w ramach IPO, na przykład, różnego rodzaju wspieranie informacyjne, wspieranie w prowadzeniu badań, dotyczących tendencji na rynku po rozmieszczeniu;
- perspektywy dalszej współpracy z bankiem.

Prowadzone przez autora badania empiryczne wskazują, że do funkcjonalnych zadań underritera, oprócz bezpośredniego uczestniczenia finansowego w rozmieszczeniu akcji, należy:

- prowadzenia (albo zamówienie na prowadzenia) dju-dilżensa, polegającego na sprawdzanie oraz detalicznej analizie najbardziej istotnych okoliczności „za” i „przeciw emisji”, określeniu czynników wzrostu wartości a ocenie potencjalnej ponętności zakładu dla uczestników rynku finansowego (Терещенко, Стецько, 2007, s.84-94);
- uzgodnienie z emitentem prospektu emisji;

- określenia rekomendacji oraz uzgodnienie podstawowych zasad informacyjnie-komunikacyjnej polityki;
- zastosowanie wybranej metody ustalenia kursu emisji oraz ostatecznego uzgodnienia kursu emisji;
- prowadzenie stabilizacyjnych przedsięwzięć w okresie po rozmieszczeniu.

W okresie po rozmieszczeniu akcji na rynku ważnego znaczenia nabywają przedsięwzięcia, dotyczące stabilizacji kursu. Takie przedsięwzięcia powinny wykorzystywać się tak przez przedsiębiorstwo-emitenta, jak managera rozmieszczenia, a mianowicie przez emisyjny bank. Do stabilizacji kursu dopiero rozmieszczonych akcji w pierwsze tygodnie obiegu na rynku funduszowym manager rozmieszczenia powinien zabezpieczyć wspieranie informacyjne oraz wykorzystania środków szeregu przedsięwzięć technicznych. Do takich przedsięwzięć można odnieść wykorzystanie tak zwanych „opcji dorozmieszczenia”, które w praktyce międzynarodowej otrzymały nazwę greenshoe-option. Bank emisyjny (lead-manager) podnosi decyzję o dodatkowym rozmieszczeniu w razie istotnego przewyższenia faktycznego popytu na akcje od zaplanowanego, wynikiem czego jest wzrost i przewyższenie rynkowego kursu nad emisyjnym. Dodatkowe rozmieszczenie najczęściej wynosi 10-15% uzgodzonego zasięgu emisji. Przy realizacji opcji obmawia się, że bank dla wykonania ma do dyspozycji 30 dni. Do wykonania opcji akcje mogą być nabyte od dawnych akcjonariuszów lub emitowane w wyniku dodatkowego zwiększenia kapitału statutowego. Jeżeli w ciągu okresu wykonania opcji rynkowy kurs akcji pada niżej, niż kurs emisji, to dodatkowe akcje bank mobilizuje w wyniku ich nabycia na rynku. Jeśli kurs rynkowy trzyma się na wyższym poziomie, niż kurs rozmieszczenia, to rekomenduje się prowadzić dodatkową emisję. Otóż, greenshoe-option służą efektywnym stabilizacyjnym instrumentem w pierwsze tygodnie po IPO.

Co dotyczy wartości usług underritera, to ona zależy od wielu czynników, a mianowicie od charakteru stosunków między emitentem a bankiem, rynkowej ponętości emitenta, zasięgów emisji, placu dla targów itp. Tak, w 2007 r. jeden z największych państwowych banków Rosji „Wnieszorgbank” (WTB) załączył w wyniku IPO około 8 mlrd. dol. USA. Budżet na prowadzenie rozmieszczenia wyniósł około 160 mln. dol., czyli 2% od zasięgu załączonych kosztów, z których około 124 mln. dol. (albo około 1,6% od kwoty rozmieszczenia) było zaplanowano skierować na opłacenie usług organizatorów rozmieszczenia: trzy wielkich koordynatora – „Citibank”, „Deutsche Bank” ta „Goldman Sachs” po 30-37 mln. dol., a «Renesans Kapitał» jako koordynator rozmieszczenia akcji w Rosji otrzymał 7 mln. dol. W ogóle w praktyce międzynarodowej standardowym jest zakres kosztów handlowych na prowadzenie IPO w ramach 1,5 – 15%. Przy czym, wydatki jest tym mniejsze, czym lepiej swoje funkcje spełnia underriter.

Warto podkreślić, że zbadane wyżej aspekty pierwotnego publicznego rozmieszczenia akcji na rynku funduszowym w większym stopniu dotyczą także ciągłego rozmieszczenia papierów wartościowych na pierwotnym rynku kapitałów.

PODSUMOWANIE

Prowadzone badanie znaczenia pierwotnego rozmieszczenia korporacyjnych praw na rynku funduszowym, miejsca i roli w tym procesie underritera można konstatować następujące:

- załączenie zasobów finansowych przez przedsiębiorstwa na otwartych rynkach funduszowych jest bardzo pojętne tak z punktu widzenia rozszerzenia warunków finansowania, jak z pozycji wzrostu wartości emitenta. Przewagi pierwotnego publicznego rozmieszczenia jako instrumenta osiągnięcia strategicznych celów przedsiębiorstw potwierdza się przez boom IPO na rynkach międzynarodowych. Jednocześnie, wykorzystanie przez ukraińskie przedsiębiorstwa tego bardzo pojętego źródła finansowania wstrzymuje się przez cały szereg subiektywnych oraz obiektywnych czynników. Do takich czynników trzeba odnieść komplikowanie, wydatki, długotrwałość oraz wysoki poziom ryzykowności procesu IPO.

- optyimizować procedurę IPO, czyli popierać przyśpieszeniu procesu rozmieszczenia, zmniejszeniu wydatków i możliwych ryzyków pomaga załączenie underritera jako organizatora IPO, który, z reguły, spełnia funkcję banku emisyjnego. Oprócz tej funkcji underriter powinien zabezpieczyć prowadzenie (albo zamówienie na prowadzenie) dju-dilizens; uzgodnienie z emitentem prospektu emisji; uzgodnienie podstawowych zasad informacyjnie-komunikacyjnej polityki; zastosowanie wybranej metody ustalenia kursu emisji oraz ostateczne uzgodnienie kursu emisji z emitentem; prowadzenie stabilizacyjnych przedsięwzięć w okresie po rozmieszczeniu.

W ojczytych aktach normatywnie-prawnych mamy jednostronne podejście do traktowania underritingu (według zasady maksymalnych starań). Przy tym ujawnia się tylko treść usług z rozmieszczenia akcji, a nie zobowiązania, dotyczące wykupu emisji czy gwarancji wykupu i rozmieszczenia. Pod IPO-underritingiem trzeba rozumieć działalność zakładów finansowych (przeważnie banków) z kierownictwa publicznego rozmieszczenia akcji na rynku funduszowym, mających dwie formy: wykupu papierów wartościowych w emitenta z następnym rozmieszczeniem na otwartym rynku albo rozmieszczenia papierów wartościowych na zlecenie, w imieniu oraz kosztem emitenta bez odpowiedzialności finansowej za niedorozmieszczoną część emisji. Przedmiotem Umowy underritingu, według naszej opinii, powinno być nadanie usług underritera emitentowi co do organizacji, wykupienia i publicznego rozmieszczenia papierów wartościowych emitenta na pierwotnym rynku.

Praktyczna implementacja określonych wyżej wniosków i propozycji pozwoli intensyfikować procesy pierwotnego rozmieszczenia korporacyjnych praw przez ojczyte przedsiębiorstwa. Do perspektywnych kierunków dalszych badań naukowych w tej dziedzinie jest

uzasadnienie etapów prowadzenia IPO, krytyczna analiza metodyk ustalenia kursu emisji, określenia roli polityki informacyjnie-komunikacyjnej w procesie IPO.

LITERATURA

1. Кукса В. (2007), „Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку” // *Дзеркало тижня*, № 35 (664) 22-28 вересня 2007.
2. Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.12.2006 №1449.
3. Терещенко О., Стецько М. „Дью діліженс (Due Diligence) як інструмент зменшення інформаційних ризиків на ринку капіталів” // *Економічні науки: Збірник наукових праць*. — Вип. 3. — Чернівці: Буковинський університет, — 2007. — С.84-94.
4. Dealogic, Thomson Financial, Эрнст энд Янг, 2007. - <http://www.ey.com>.
5. Picot G. *Handbuch Mergers & Acquisitions*. – Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2002. – S.230.

PROBLEMS OF UKRAINIAN ENTERPRISES ON INTERNATIONAL CAPITAL STAGE

Abstract: *The actual problems, related to the primary location of corporate rights at the capital market are lighted in the article. The place and role of underwriting as organizer and guarantor of the primary location is determined. The suggestion as to optimization of mutual relations between an issuer and underwriter and also as to the improvement of normatively-legal base, that regulates them is grounded.*

Streszczenie: *W artykule odwierciedlają się aktualne problemy, powiązane z pierwotnym rozmieszczeniem praw korporacyjnych na rynku kapitałowym. Określono miejsce oraz rolę underritera jako organizatora i gwaranta pierwotnego rozmieszczenia. Uzasadniono oferty, dotyczące optymalizacji stosunków wzajemnych między emitentem i underrriterem, a także udoskonalenia normatywnie-prawnych, co reguluje je.*