

5. ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336:7

Копилова О.В.

кандидат економічних наук, доцент,
керівник Центру підтримки бізнесу ОРТПП

Пічугіна Ю.В.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки та підприємництва,
Одеський національний університет імені І.І. Мечникова

DUE DILIGENCE НА ФОНДОВИХ БІРЖАХ: НЕОБХІДНА УМОВА ЧИ ТРАДИЦІЯ

Стаття присвячена дослідженню категоріального апарату в області проходження процедури Due Diligence. Досліджено термінологію цієї процедури, умови та її види. Доведено, що неготовність вітчизняних емітентів до такої процедури є гальмом для їх виходу на міжнародні ринки і що чітке дотримання процедури Due Diligence стає обов'язковою умовою для включення локальних фондових ринків до світових. Проаналізовані випадки, у яких виникає необхідність проведення Due Diligence, зокрема використання Due Diligence з метою допуску до лістингу та при здійсненні IPO. Виділено головні фактори успіху IPO для емітентів, що відповідають вимогам міжнародних інвесторів: правильна команда менеджерів, правильна історія та правильна ціна. У ході аналізу фондових бірж що є лідерами в світі за показниками капіталізації та обсягу залученого капіталу за результатами IPO було виявлено, що стрімкою динамікою показників розміщення біржі Китаю зобов'язані проведенню ряду реформ для розвитку внутрішнього ринку, зокрема це поступова лібералізація законодавчої бази в області доступу іноземних інвесторів до торгів акціями на внутрішніх біржах Китаю і надання можливості великим іноземним інвесторам відкривати філії на території країни.

Ключові слова: Due Diligence, експертиза, лістинг, фондова біржа, ринок IPO, цінні папери, інвестор.

Постановка проблеми. Зарубіжні фондові біржі в останні десятиліття відкрили доступ для українських компаній до більш дешевих та безпечних джерел капіталу через механізми лістингу на фондових біржах чи проведення IPO. Вважається, що основною перешкодою для виходу вітчизняних суб'єктів господарювання на ринок публічних розміщень є висока початкова вартість організації фінансування. Однак, недостатня прозорість вітчизняних емітентів та їх неготовність до обов'язкової процедури Due Diligence є основною проблемою їх виходу на міжнародний фондовий ринок. В сучасних умовах глобалізації фінансових ринків та уніфікації вимог як до емітентів, так і до інвесторів, необхідність проведення процедури Due Diligence на фондових біржах стає все більш актуальною.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Існують значні надбання правової науки стосовно виникнення та використання терміну Due Diligence. Свої дослідження щодо економічного оцінювання підприємницьких ризиків присвятили такі науковці як Н. Аверченко, О. Андрущенко, О. Вовчак, Д. Кондратенко, І. Кольцова, Т. Майорова, А. Ніцевич, А. Пересада, Д. Рябих,

А. Скоробогатов, І. Томашевська та інші. Однак, питання проведення Due Diligence саме на фондових біржах все ще залишається поза увагою провідних дослідників.

В умовах адаптації вітчизняних компаній до виходу на міжнародний фондовий ринок, все частіше виникають проблеми не тільки тлумачення законодавства, а у глибини дотримання вимог з боку фондових бірж. Якщо за останнє десятиліття, українські компанії адаптувались до вимог міжнародних аудиторських компаній щодо прозорості фінансової звітності, то нові вимоги щодо комплексного проведення Due Diligence найчастіше вважаються зайвими та недоцільними. Зауважимо, що таке сприйняття вітчизняними компаніями вимог щодо проведення Due Diligence фондовими біржами значно уповільнює інтеграцію України до глобального фондового ринку та вимагає додаткових досліджень.

Метою статті є визначення основних характеристик процедури Due Diligence на фондових біржах: цілі, види, вимоги та тенденції трансформації в умовах глобалізації фондових ринків.

Виклад основного матеріалу. Термін Due Diligence був введений в юридичний обіг в США на початку ХХ століття. Спочатку він означав процедуру розкриття інформації брокером перед інвестором про компанію, акції якої торгуються на фондовій біржі [1]. В сучасних умовах під цим терміном розуміється збір і аналіз інформації з метою оцінки різноманітних ризиків, пов'язаних з інвестуванням. У різних спеціальних галузях знань і практики (патентна діяльність, кредитування, екологія, маркетинг, технічна сфера і т.д.) цей термін може мати й інші значення.

Due Diligence – це процес ретельної та об'єктивної експертизи, яка проводиться до того, як корпоративні суб'єкти вкладають такі основні операції, як злиття та поглинання, випуск нових акцій та інших цінних паперів, фінансування проєктів, сек'юритизація тощо. Однією з основних цілей проведення належної перевірки є мінімізувати, у максимально можливій мірі, можливість існування невідомих зобов'язань або ризиків. Аналіз є багатовимірним та передбачає вивчення бізнесових, податкових, фінансових, бухгалтерських та юридичних аспектів емітента.

Всі визначення терміну «дью ділідженс» базуються на повному дослідженні підприємства, шляхом аналізу якісних та кількісних показників. Необхідність проведення Due Diligence виникає в наступних випадках [2]:

- у процесі прийняття рішення про допуск цінних паперів до котирування на біржі або IPO;
- у разі залучення власного капіталу підприємствами, корпоративні права яких не мають обігу на ринку (Private Equity);
- у ході реорганізації підприємств;
- у процесі здійснення операцій типу Mergers & Acquisition;
- у процесі санації підприємств.

У першу чергу нас цікавлять два випадки: Due Diligence з метою допуску до лістингу та Due Diligence при здійсненні IPO.

Таким чином маємо відзначити що Due Diligence є процесом оцінки та перевірки, який бере на себе фондова біржа, коли отримує на розгляд заявку на лістинг. Метою Due Diligence є отримання відповідної матеріальної інформації для оцінки відповідної заявки на лістинг.

Лістинг означає допуск цінних паперів компанії до торгівлі на фондовій біржі. Лістинг не є обов'язковим відповідно до законодавства, але він стає необхідним, коли акціонерне товариство бажає емітувати акції чи боргові зобов'язання для широких верств інвесторів. Коли цінні папери знаходяться у лістингу фондової біржі, компанія-емітент повинна відповідати вимогам біржі [3].

Основними цілями лістингу є:

1. Забезпечити готовність до продажу та ліквідність цінних паперів компанії.
2. Забезпечити вільну оборотність акцій.
3. Захистити інтереси акціонерів та інвесторів.
4. Забезпечити механізм ефективного контролю та нагляду за торгівлею.

Вимоги до лістингу – це набір умов, які фірма повинна виконати перед тим, як її цінні папери почнуть обертатись на одному з організованих фондових ринків. Вимоги зазвичай вимірюють розмір і частку ринку цінних паперів, що входять до переліку, та основну фінансову життєздатність фірми-емітента. Біржі встановлюють ці стандарти як засіб збереження власної репутації та прозорості. Вимоги до лістингу залежать від фондової біржі, але існують певні показники, які майже завжди включаються до вимог. Дві найважливіші категорії вимог стосуються розміру фірми (як визначено річним доходом або ринковою капіталізацією) та ліквідністю акцій (певна кількість акцій яка повинна бути вже випущена в обіг).

У міжнародній практиці зазвичай емітент який бажає потрапити до лістингу на біржі, повинен відповідати наступним вимогам:

1. Дозвіл на лістинг має бути передбачений у Меморандумі про асоціацію та у статуті.
2. Компанія повинна була видати на публічну підписку принаймні мінімальний встановлений відсоток його статутного капіталу (49%).
3. Проспект повинен містити необхідну інформацію щодо відкриття списку заявок, одержання акцій та інше.
4. Придбання акцій повинно здійснюватися справедливо та розумно. У випадку перевищення попиту над пропозицією, правила розподілу повинні визначатись компанією за погодженням із провідною фондовою біржею, де передбачається проходити лістинг.
5. Компанія повинна укласти лістингову угоду з фондовою біржею.

Існують різні види Due Diligence, які фондова біржа може застосовувати для здійснення лістингової заявки. Вони включають в себе наступне:

- Compliance Due Diligence, яка включає в себе перевірку відповідної документації, щоб з'ясувати, чи відповідає заявник вимогам лістингу фондової біржі та іншими правилами та практиками ринку;
- Operational Due Diligence, яка передбачає огляд галузі, ринку та бізнес-моделі заявника;
- Reputational Due Diligence, яка передбачає перевірку кредитоспроможності та репутації фізичних та юридичних осіб, які є основними зацікавленими сторонами заявника;
- Financial Due Diligence, яка включає в себе перевірку аудиторської фінансової звітності та управлінських рахунків, де це необхідно, для визначення фінансової діяльності та фінансового стану заявника;
- Legal Due Diligence, яка передбачає перевірку документів для визначення можливих юридичних питань та ризиків щодо заявки;
- Інші види Due Diligence: це будь-які інші перевірки, які фондова біржа зберігає за собою право виконувати, залежно від конкретних питань, що виникають у конкретній заявці.

У заявників досить часто виникає питання щодо доцільності та мети проведення Due Diligence з боку

фондової біржі за умови наявності стандартизованих аудиторських звітів. Справа в тому, що фондова біржа піддається ризику репутаційних та фінансових збитків і відповідальності, якщо хтось постраждав за результатами рішення, прийнятим біржею під час процесу лістингу. Процес Due Diligence спрямований на запобігання таких дій або на зменшення їх шансів на успіх.

Деякі заходи, здійснені фондовою біржею для цієї мети, включають в себе огляд інформації про емітента, його цінні папери та основних осіб та організацій, що володіють ним або контролюють його, включаючи попередні фінансові звіти, перелік та оцінку судових процесів проти емітента, позиції щодо судових позовів, проспект емісії або відповідна документація щодо розміщення, запропонована структура акціонерного капіталу, будь-які угоди про технічне обслуговування, документація, що стосується іпотеки тощо. Фондова біржа оцінює дотримання емітентом законів, правил та положень, які пов'язані з конкретними галузями промисловості, директивами регуляторних органів та іншими затвердженими ринковими практиками.

Інша інформація у відкритому доступі буде також отримана і проаналізована. Якщо суб'єкт господарювання подає заявку на включення до лістингу, або якщо суб'єкт господарювання, який не входить до лістингу, має намір придбати його в об'єкт, який перебуває в лістингу, фондова біржа здійснить юридичний запит для визначення існування емітента, його юридичного статусу та директорів. Де це доречно, фондова біржа запитає підтвердження з антикорупційних агентств, чи є особи та компанії, які володіють або мають намір володіти мажоритарними акціями у зареєстрованому суб'єкті господарювання, будь-які очікувані чи поточні розслідування щодо них; і вимагати від кредиторів заявника підтверджень будь-якого компромісу та інших тверджень заявника.

Проаналізуємо, чи потрібна Due Diligence в іншій ситуації – коли відбувається процедура IPO. Initial public offering (IPO) – це первинне публічне розмі-

щення акцій, коли компанія вперше випускає свої акції на ринок і їх купує широке коло інвесторів. Первинне публічне розміщення акцій може бути внутрішнім, коли процедура відбувається всередині країни, і зовнішнім – на іноземних торговельних майданчиках [4]. Слід розуміти, що до публічних компаній пред'являються більш жорсткі вимоги до розкриття інформації у порівнянні з приватними компаніями.

Глобальні ринки IPO демонструють велику різноманітність країн, галузей і типів компаній. Глобалізація відбувається у форматі високоефективної віртуальної фондової біржі та в реальному часі, забезпечуючи доступ до IPO інвесторам у всьому світі. Тільки за останнє десятиліття розмір глобального ринку IPO відзначається рекордно високими показниками навіть при коливаннях від 565 до 1365 IPO-угод, при цьому доходи від IPO коливаються від 101 до 285 млрд. дол. США щорічно (див. рис. 1-2).

Due Diligence при IPO також називають «IPO діагностика» – це структурований аналіз рівня готовності бізнесу до виходу на біржу і ведення діяльності в якості публічної компанії. Результатом даного процесу є «дорожня карта» по тим заходам, які необхідно здійснити в ході підготовки до IPO. Проведення IPO діагностики не займає багато часу. Залежно від конкретного випадку на виконання цієї роботи може знадобитися від п'яти до восьми тижнів.

Вихід на біржу є багатоступінчастим процесом, який охоплює збір необхідних фінансових даних, маркетингової інформації та відомостей про діяльність компанії; проведення фінансової та юридичної перевірки фінансово-господарської діяльності компанії; підготовку проспекту емісії та узгодження його з регулюючими органами і, нарешті, проведення рекламної кампанії і пропозиція акцій на продаж в ході роуд-шоу. Цей процес закінчується продажем усіх розташованих в рамках даної пропозиції акцій і отриманням компанією і / або її акціонерами надходжень від IPO. Процедури комплексної перевірки фінансово-господарської діяль-

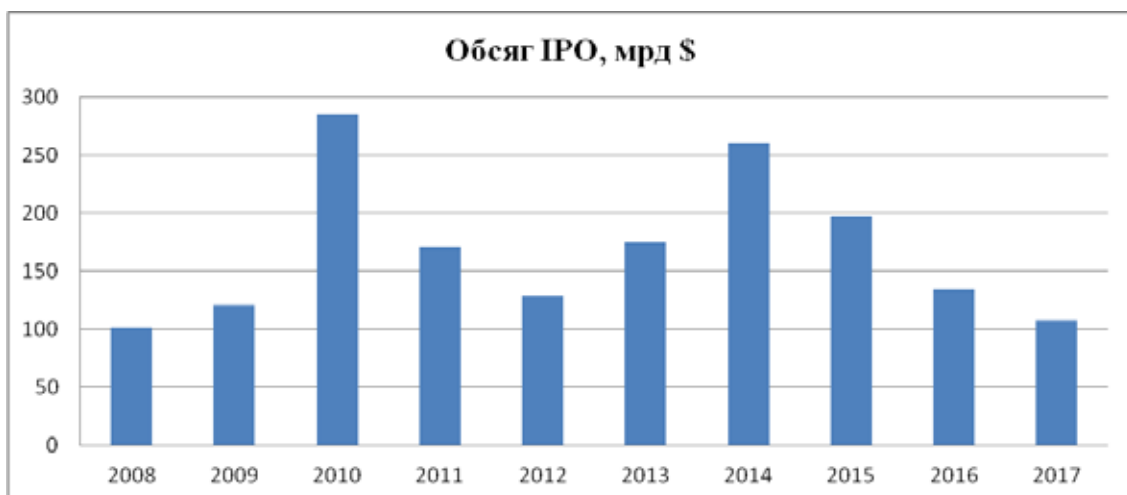


Рис. 1. Обсяги світового IPO у 2008-2017 рр. [5]



Рис. 2. Середній обсяг угод з IPO у 2008-2017 рр.

Джерело: розраховано на основі даних з [6]

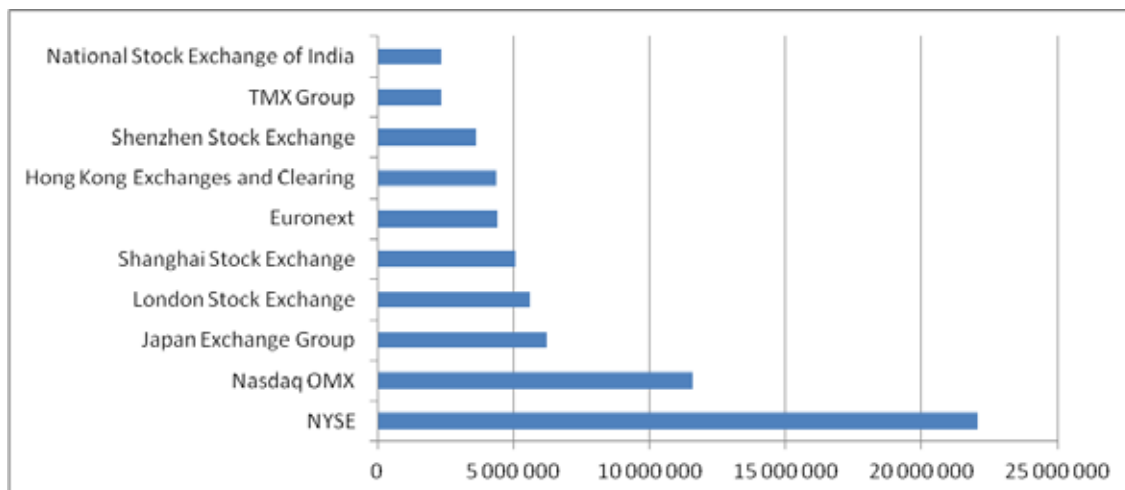


Рис. 4. Фондові біржі – світові лідери за показником залученого капіталу при IPO, млн. дол. США

Джерело: розраховано на основі [7]

ності пов'язані з перевіркою компанії і її керівництва юридичним консультантом компанії і андеррайтерами; перевірка може включати відвідування об'єктів, аналіз значних угод і контрактів, фінансової звітності, податкових декларацій, протоколів засідань ради директорів і зборів акціонерів і проведення різних видів аналізу щодо компанії і галузі, в якій вона працює. Крім того, в рамках процедури комплексної перевірки фінансово-господарської діяльності андеррайтери запитують у незалежних аудиторів компанії комфортні листи щодо інформації, яка включається в проспект емісії крім фінансової звітності, і щодо подій, які відбулися після дати аудиторського висновку. Зазвичай андеррайтери запитують комфортні листи, які повинні підтвердити якомога більше інформації. Слід акцентувати увагу на те, хто є відповідальним за процедуру Due Diligence

у випадку включення до лістингу та у випадку IPO. В першому випадку – це фондова біржа, в другому – андеррайтер (інколи емітент).

Проаналізуємо фондові біржі що є лідерами в світі за двома показниками: капіталізація (як прояв якісного процесу допуску до лістингу) – рис. 3 та обсяги залученого капіталу за результатами IPO (див. рис. 4).

Аналіз зазначених показників доводить, що склад десяти фондових бірж – лідерів майже збігається. На особливу увагу заслуговує розбіжність позицій китайських фондових бірж: за показником капіталізації 7-8 та 5 позиції в рейтингу; за обсягами IPO вже 2-4 позиції в рейтингу.

Слід зазначити, що посилення IPO-активності на них спостерігалось з середини 2000-х рр., особливо за показником залученого капіталу. Однак, аж до

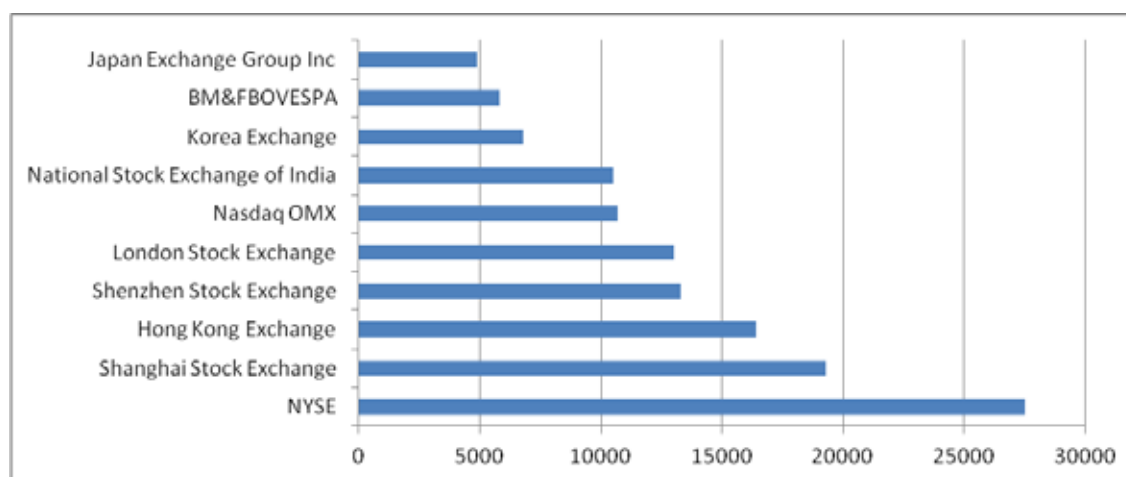


Рис. 3. Фондові біржі – світові лідери за показником капіталізації в 2017 р., млн. дол. США

Джерело: розраховано на основі річного звіту WFE [6]

2006 р. через відносну нерозвиненість, в порівнянні з біржами Європи і США, біржі регіону займали лише третю позицію. Стрімкою динамікою показників розміщення біржі Китаю зобов'язані проведенню Урядом Китаю ряду реформ для розвитку внутрішнього ринку. У їх числі поступова лібералізація законодавчої бази, особливо, в області доступу іноземних інвесторів до торгів акціями на внутрішніх біржах Китаю і надання можливості великим іноземним інституціональним інвесторам відкривати філії на території країни [8].

Різке зростання показників двох внутрішніх бірж Китаю (Шанхайської і Шеньженьської) у другій половині 2000-х рр., в першу чергу, пояснюється цілеспрямованою політикою Уряду Китаю з розвитку внутрішнього ринку і збільшення його привабливості для компаній-емітентів і інвесторів нарівні з ринком Гонконгу або іншими великими міжнародними майданчиками. Уряд Китаю активно заохочує отримання компаніями Континентального Китаю лістингу всередині країни, вслякяко перешкоджаючи отриманню іноземного лістингу.

Існувала думка, що процедура Due Diligence на китайських біржах для іноземних компаній є декілька простішою, ніж на більш зарегульованих ринках США та Європи. Однак, в 2018 р. Гонконгська комісія з цінних паперів та ф'ючерсів (SFC) зробила догану і оштрафувала компанію Citigroup Global Markets Asia Limited на суму в HK \$ 57 млн за недотримання процедури Due diligence при роботі в якості спонсора під час лістингу компанії Real Gold Mining Limited. Розслідування проводилось дуже глибоко, що є свідченням важливості даної процедури для отримання лістингу в Китаї.

Завдяки високопов'язаним електронним торговельним платформам та конвергенції правил захисту інвесторів залишаються три головні фактори успіху IPO для емітентів, що відповідають вимогам міжнародних інвесторів: правильна команда менеджерів, правильна історія та правильна ціна.

Аналіз умов проходження лістингу на найбільших біржах планети і біржах, що здійснюють активну полі-

тику із залучення іноземних емітентів, показує, що світовий фондовий ринок пропонує емітентам величезний вибір варіантів залучення капіталу [9]. Однак, залишається незмінною вимога проведення процедури Due Diligence для всіх компаній, що хочуть потрапити до лістингу чи провести IPO на відомій фондовій біржі.

Висновки з проведеного дослідження. Основні кроки процесу IPO є подібними в усьому світі, і ринки рухаються до прийняття та прийняття Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), оскільки глобальний стандарт бухгалтерського обліку покращить здатність порівнювати компанії та допомагатиме регуляторам підвищити ефективність фінансових ринків. Оскільки інвестори також вимагають високої прозорості емітентів, початкові та поточні вимоги до лістингу схожі, а стандарти лістингу на основних великих фондових біржах більше не відрізняються. Результат такої конвергенції: профілі фондових бірж досить схожі, але фактори м'якої диференціації залишаються: середовище, розташування, профіль сектора та сприйняття.

Нажаль, вимоги до процедури Due Diligence для потрапляння до лістингу українських фондових бірж значно відрізняються від міжнародних. Зазвичай, емітент не готовий повністю розкривати свою інформацію з різних причин. Зовнішній аудит лише фокусується на фінансово-економічних показниках, що унеможливорює мінімізацію усіх ризиків для потенційних інвесторів.

В світових масштабах фондові біржі не збираються відмовлятися від процедури Due Diligence, навіть попри численні скарги щодо складності, тривалості та вартості. Більш того, враховуючи світові тенденції, що поступово ринки що розвиваються переходять до категорії розвинених, відбувається уніфікація процедур згідно вимог провідних фондових бірж світу. Таким чином, можна стверджувати, що жорстке дотримання процедури Due Diligence стає обов'язковою умовою включення локальних фондових ринків до світового. Це підвищить не тільки прозорість та імідж для інвесторів, а й взагалі рівень економічної культури в країні.

Список літератури:

1. Терещенко О.О. Управління фінансовою санацією підприємств : підручник. Київ : КНЕУ, 2006. 552 с.
2. Назаренко І.М. «Дью Ділідженс»: сутність, призначення та послідовність проведення. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. 2015. Вип. 20. С. 360–366.
3. Listing of Securities. URL: <https://accountlearning.com/listing-securities-objectives-requirements-procedure> (дата звернення: 16.01.2019).
4. Осадчук С. Поняття та цілі IPO. *Економічний аналіз*. 2013. Випуск 12. Частина 3. С. 289–291.
5. Global IPOs: what are the driving trends in today's market? URL: <https://focus.world-exchanges.org/articles/global-ipos-what-are-driving-trends-todays-market>
6. The WFE Annual Statistics Guide. URL: <https://focus.world-exchanges.org/statistics/articles/wfe-annual-statistics-guide-volume-3> (дата звернення: 10.01.2019).
7. Initial Public Offerings: Updated Statistics on Turnover. URL: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter> (дата звернення: 10.01.2019).
8. Мусихина Е.А. Основные тенденции процесса первоначального размещения акций на крупнейших биржах мира в 2001-2012 гг. *Вестник МГУ. Серия 6. Экономика*. 2015. № 5. С. 104–128.
9. Вергелес В. Критерії вибору фондової біржі при здійсненні первинного публічного розміщення цінних паперів українськими компаніями. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2009. Вип. 3. С. 20–26.

Копылова О.В., Пичугина Ю.В. DUE DILIGENCE НА ФОНДОВЫХ БИРЖАХ: НЕОБХОДИМОЕ УСЛОВИЕ ИЛИ ТРАДИЦИЯ

Статья посвящена исследованию категориального аппарата в области прохождения процедуры Due Diligence. Исследована терминология этой процедуры, условия и ее виды. Доказано, что неготовность отечественных эмитентов к такой процедуре является тормозом для их выхода на международные рынки и четкое соблюдение процедуры due diligence становится обязательным условием для включения локальных фондовых рынков к мировым. Проанализированы случаи, в которых возникает необходимость проведения Due Diligence, в частности использование Due Diligence с целью допуска к листингу и при осуществлении IPO. Выявлены главные факторы успеха IPO для эмитентов, соответствующие требованиям международных инвесторов: правильная команда менеджеров, правильная история и правильная цена. В ходе анализа фондовых бирж, являющиеся лидерами в мире по показателям капитализации и объема привлеченного капитала по результатам IPO было обнаружено, что состав десяти фондовых бирж-лидеров почти совпадает кроме китайских фондовых бирж. Выявлено, что стремительной динамикой показателей размещения биржи Китая обязаны проведению ряда реформ для развития внутреннего рынка, в частности это постепенная либерализация законодательной базы в области доступа иностранных инвесторов к торгам акциями на внутренних биржах Китая и предоставление возможности крупным иностранным инвесторам открывать филиалы на территории страны.

Ключевые слова: Due Diligence, экспертиза, листинг, фондовая биржа, рынок IPO, ценные бумаги, инвестор.

Kopylova Olha, Pichugina Julia. DUE DILIGENCE ON STOCK EXCHANGES: REQUIRED CONDITION OR TRADITION

The article is dedicated to the investigation of the categorical mechanism in the sphere of the Due Diligence procedure. There are significant achievements of the legal science regarding the matters of emergence and usage of the "Due Diligence" term, however, the issue of Due Diligence carrying out exactly at the stock exchanges is still beyond attention of the leading researchers. New requirements concerning the complex Due Diligence carrying out are often considered by the stock exchanges to be unnecessary and inexpedient. This fact considerably slows down the integration of Ukraine into the global stock market and requires additional researches. The terminology of this procedure, the conditions and its types are investigated. It has been proved that the unreadiness of the domestic issuers for such a procedure is an obstacle on the way of their entry into international markets and the strict compliance with the Due Diligence procedure becomes an indispensable condition for the local stock markets inclusions into the global ones. The situations when there is a need to carry out Due Diligence, in particular for the purpose of obtaining the admission to listing and in cases of IPO implementation, are analyzed. The main IPO success factors for the issuers that meet the international investors requirements – the proper team of managers, the proper story and the proper price – were identified. Overview of the IPO 2008-2011 year; demonstrates that global IPO markets show a wide variety of countries, industries and types of companies. Globalization takes place in the form of a highly efficient virtual stock market that provides the investors all over the world with the access to IPOs in real time. As a result of the analysis of the stock exchanges that are the world leaders from the point of view of capitalization and the volume of the attracted capital due to IPO, it was specified that the composition of ten leading stock exchanges almost coincides except the Chinese stock exchanges. It was revealed that the rapid dynamics of the investment indicators of the Chinese stock exchange happened due to some reforms required for the domestic market developing. This is, in particular, the gradual liberalization of the legal framework concerning the foreign investors access to the process of the shares trade at the Chinese domestic stock exchanges and providing the big foreign investors with the opportunity to open branches at the territory of the country.

Key words: Due Diligence, expertise, listing, stock exchange, IPO market, securities, investor.