

# Ukraińskie spółki notowane na GPW w Warszawie – Rynek Główny i NewConnect

Tomasz Torłop

---

GPW<sup>73</sup> w Warszawie, która powstała 12 kwietnia 1991 roku, pod względem kapitalizacji rynkowej należy w Europie do średniej wielkości giełd. Mimo to jest największą giełdą w Europie Środkowo-Wschodniej, o łącznej kapitalizacji stanowiącej ok. 45% wszystkich rynków giełdowych, w tym m.in. we Wiedniu, Pradze, Budapeszcie i Lublanie. Ponadto generuje ok. 50% wartości obrotów akcjami w regionie<sup>74</sup>. Giełda z roku na rok konsekwentnie umacnia swoją międzynarodową pozycję, co przedstawia Rysunek 1. W 2011 r. Światowa Federacja Giełd (*ang. World Federation of Exchanges*) wyróżniła GPW za imponującą poprawę wyników w stosunku do roku 2010 r. Dzięki wzrostowi liczby notowanych spółek o 33%, aż do 777 i wzrostowi obrotów do rekordowego poziomu w historii, 268,1 mld USD giełda zajęła kolejno pierwsze i siódme miejsce na świecie. Od 2006 r. giełda warszawska jest w ścisłej czołówce w Europie, pod względem liczby i wartości pierwszych ofert publicznych (*ang. initial public offering - skr. IPO*<sup>75</sup>).

---

73

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

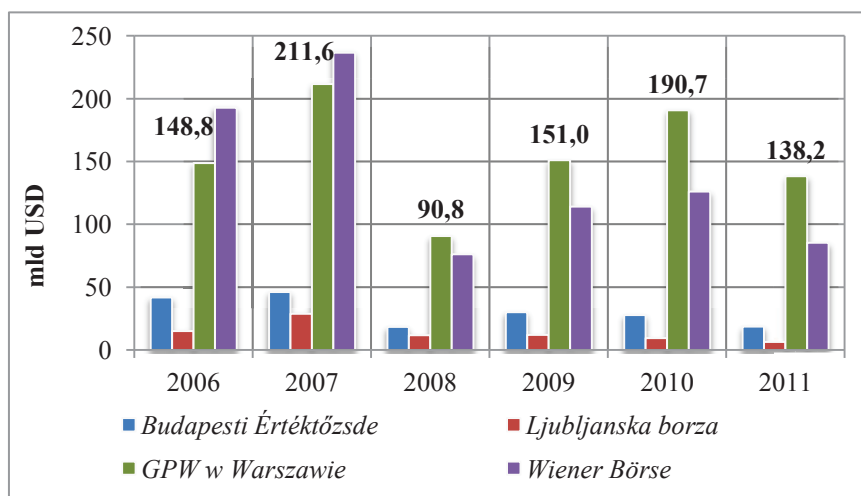
74

*Warsaw Stock Exchange in 2011: Consistent implementation of WSE strategy backed up by WSE's robust financial standing*, <http://www.world-exchanges.org/news-views/warsaw-stock-exchange-2011-consistent-implementation-wse-strategy-backed-wse%E2%80%99s-robust>, 29.11.2012.

75

Pierwotna oferta publiczna – pierwsza okazja udostępnienia konkretnych akcji do publicznej sprzedaży. [w:] *Słownik pojęć ekonomicznych*, tom 10, Warszawa, 2007, s. 11.

**Rysunek 1. Kapitalizacja rynkowa krajowych spółek notowanych na wybranych giełdach Europy Środkowo-Wschodniej**



Źródło: Statistics, [online] <http://www.world-exchanges.org/statistics> [30.04.2012].

Na świecie od kilkunastu lat obserwowany jest proces regionalizacji i globalizacji giełd, którego celem jest pozyskiwanie międzynarodowych emitentów papierów wartościowych i inwestorów. Ponadto obserwowane jest również zagrożenie przejęcia części obrotów giełd przez alternatywne platformy obrotu MTF (*ang. Multilateral Trading Facilities*), oferujące niższe koszty transakcji i szybszą częstotliwość działania. Aby giełda mogła normalnie funkcjonować i nie zostać zmarginalizowana, zmuszona jest dokonywać konsolidacji, w postaci fuzji lub przejęć innych giełd, ewentualnie zawierać sojusze i aliansy strategiczne z większymi partnerami.

Giełdy warszawska i wiedeńska konkurują o to, która z nich zdobędzie wiodącą pozycję w Europie Środkowo-Wschodniej. Obie zamierzają skupić wokół siebie największe w regionie spółki i instytucje finansowe oraz największych inwestorów, aby móc zbudować **centrum finansowe** o międzynarodowym znaczeniu i renomie.

Prywatyzacja GPW zakończyła się w 2010 r. sukcesem. Mimo to proces ten okazał się spóźniony o kilka lat, ponieważ ze względu na dominujący udział Skarbu Państwa w strukturze akcjonariatu, giełda warszawska nie mogła w pełni uczestniczyć w konsolidacji rynku środkowoeuropejskiego. Giełdy regionalne w tym czasie preferowały sprzedaż udziałów podmiotom prywatnym lub inwestorom branżowym, z błędnym przekonaniem, że większa giełda nie dokona ich marginalizacji oraz zapewni im inwestycje i dobre perspektywy rozwoju.

Po tych niepowodzeniach GPW skupiła się głównie na pozyskiwaniu spółek o **dobrych perspektywach rozwoju**, głównie z Ukrainy, celem zbudowania najbardziej płynnego rynku w regionie. Pozyskiwać emitentów i inwestorów, zarówno krajowych i zagranicznych, giełda może dokonywać taniej, poprzez poprawę płynności obrotów, bez konieczności dokonywania kosztownej konsolidacji rynków.<sup>76</sup>

Droga do zbudowania najbardziej płynnego rynku jest bardzo długa, ponieważ na GPW jest mała ilość akcji wolnym obrocie (*ang. free float*)<sup>77</sup>, a bardzo duża liczba akcji o charakterze długoterminowym, będących w posiadaniu OFE<sup>78</sup> i funduszy inwestycyjnych, a także należących do Skarbu Państwa.

Ukraina jest państwem wciąż dokonującym transformacji gospodarki o bardzo dużym potencjale wzrostu PKB, nie mniej jednak opierającym się na sektorach gospodarki, które są podatne na kryzysy finansowe i zmiany cen na światowych rynkach - przemyśle ciężkim i rolnictwie.

O zwiększającej się roli gospodarki ukraińskiej w regionie, może świadczyć udział przedsiębiorstw z tego kraju w zestawieniu<sup>79</sup> pięciuset największych firm Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie zajęły **trzecie miejsce** oraz fakt, że przed światowym kryzysem finansowym, kapitalizacja ukraińskiego rynku akcji od 2003 r. do 2006 r., wzrosła o 900%<sup>80</sup>.

---

76

*Wizja rozwoju GPW i polskiego rynku kapitałowego*, Parkiet, 13-14.05.2006.

77

Wskaźnik akcji w wolnym obrocie (*ang. free float*) jest to stosunek sumy akcji w wolnym obrocie do całej emisji akcji spółki. Liczba akcji w wolnym obrocie ustalana jest na podstawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych, raportach bieżących i okresowych oraz innych ogólnie dostępnych informacji dotyczących akcjonariuszy spółek giełdowych, [http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/opis\\_indeksow/mWIG40/freefloat.pdf](http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/opis_indeksow/mWIG40/freefloat.pdf), 30.11.2012.

78

Otwarte Fundusze Emerytalne.

79

CEE TOP 500 – zestawienie przygotowane przez grupę Coface, prezentujące 500 największych przedsiębiorstw Europy Środkowej i Wschodniej, które osiągnęły największe obroty. W rankingu nie uwzględniono przedsiębiorstw z sektora finansowego ze względu na odmienny sposób raportowania wyników. Źródło: *Rekordowe przychody gigantów*, Forbes 12/2011.

80

*Rynki kapitałowe Europy Wschodniej*, Rynek kapitałowy 9/2008.

Ukraińskie przedsiębiorstwa, w porównaniu do polskich będących na podobnych etapach rozwoju, nie mają zapewnionego tak różnorodnego i taniego dostępu do środków finansowych, jakie oferuje dojrzały rynek kapitałowy. W Polsce oprócz możliwości jakie oferują fundusze z Unii Europejskiej, przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitał; od różnorodnych instytucji finansowych, funduszy *private equity*, *venture capital*, a przede wszystkim w wyniku emisji akcji lub obligacji korporacyjnych na giełdzie.

Zapoczątkowany w 2007 r. kryzys finansowy na świecie, wymógł ograniczenie swobodnego dostępu do kredytów bankowych, co umożliwiło pozyskiwanie tańszego kapitału na giełdach.

Doskonała reputacja GPW dla spółek z Ukrainy jest wynikiem jej wysokiej efektywności i konkurencyjności, a także współpracy jej przedstawicielstwa w Kijowie z lokalnymi partnerami, w tym m.in.<sup>81</sup> Altera Finance Joint Stock Company, Concorde Capital LLC, Renaissance Securites (Cyprus) Limited, Asset Management Company Avanazh Capital Management Limited Liability Company. Dla spółek chcących sprzedać istniejące akcje lub dokonać emisji nowych akcji, polski rynek kapitałowy jest atrakcyjny, ponieważ posiada: duży zasób kapitału oraz wielu jego dostawców, międzynarodowych pośredników finansowych, cechy dojrzałego dynamicznego rynku, transparentność rynku, stabilną walutę i otoczenie makroekonomiczne, dobrze funkcjonujące organy nadzoru i kontroli, swobodny przepływ kapitału, niskie koszty transakcji, prestiż związany z emisją/ sprzedażą papierów wartościowych<sup>82</sup>.

GPW w Warszawie w walce o ukraińskie spółki, konkuruje z regionalnymi giełdami przede wszystkim **lepszą płynnością akcji i wyższą ich wyceną**. Ponadto duża konkurencja na rynku pomiędzy inwestorami dostarczającymi kapitał sprawia, że koszt jego pozyskania jest relatywnie niższy niż na innych rynkach. Im koszt pozyskania kapitału jest niższy, to tym chętniej przeprowadzane są emisje nowych akcji, czego pozytywną konsekwencją jest wzrost liczby notowanych spółek.

---

81

*Pomoc WSE IPO Partner*, <http://wseinternational.eu/index.php?page=1421>, 29.04.2012.

82

W. Nawrot, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Warszawa 2008, s. 34.

Na rynek główny mogą zostać już dopuszczone do obrotu zagraniczne spółki, których kapitalizacja wszystkich akcji wynosi odpowiednio; minimum 15 mln euro lub 12 mln euro, pod warunkiem, że były notowane, przez minimum 6 miesięcy, na rynku alternatywnym.

Dodatkowym atutem GPW jest alternatywny system obrotu (ASO) - rynek NewConnect, będący jednym z najtańszych i najbardziej liberalnych rynków tego typu w Europie. Oferuje korzystne warunki dla mikro przedsiębiorstw i MSP<sup>83</sup>, będących w początkowej fazie rozwoju, nie mogących, ze względu na swoją wielkość, zadebiutować na dużych europejskich giełdach, ponieważ tamtejszych inwestorów interesują głównie spółki będące regionalnymi liderami w swoich branżach.

O konkurencyjności kosztowej rynku NewConnect<sup>84</sup> w Europie mogą świadczyć następujące dane, wg których średni koszt notowania akcji o wartości 2 mln euro przez 5 lat wyniósł w 2011 r., odpowiednio; Wiedeń, *Dirter Markt* - 2,2 tys. euro; Warszawa, *NewConnect* - 3,7 tys. euro, Amsterdam, Bruksela, Lizbona, Paryż; *Alternex NYSEt* – 24 tys. euro, Londyn, *AIM* – 38,6 tys. euro.

Wszystkie ukraińskie spółki notowane w Warszawie, na Rynku Głównym (jedenaście spółek) i NewConnect (jedna spółka), dokonały rejestracji siedziby lub posiadają spółki zależne, które stanowią główną część ich struktury holdingowej, w jednym z państw członkowskich UE (głównie na Cyprze, w Holandii lub Luksemburgu). Rejestracja spółki na terenie Unii Europejskiej niesie ze sobą wiele korzyści podatkowych i formalnych, gdyż otrzymują w zamian **jednolity paszport europejskiego** dla papierów wartościowych, który umożliwia sprzedaż/ emisję akcji na obszarze całego wspólnego rynku.

Zgodnie z obowiązującym w Unii Europejskiej Rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 z dnia 19 lipca 2002 r.<sup>85</sup>, ukraińskie spółki zobowiązane są stosować **międzynarodowe standardy rachunkowości**, zwane Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej, których celem jest efektywność rynku kapitałowego, ochrona inwestorów, a także swobodny przepływ kapitału. Spółki są zobowiązane do przedstawienia prawdziwego

---

83

Małe i średnie przedsiębiorstwa.

84

[http://www.seg.org.pl/\\_upload/M\\_%20Rekawek.pdf](http://www.seg.org.pl/_upload/M_%20Rekawek.pdf), 30.11.2012.

85

*Dz.U.U.E.L.08.3201.*

i rzetelnego obrazu sytuacji finansowej i wyników działalności, a także spełniać łącznie kryteria zrozumiałości, przydatności, wiarygodności, porównywalności, potrzebnych do podejmowania decyzji ekonomicznych i oceny zarządzania powierzonym majątkiem.

W związku z tym, że ukraińskie spółki pochodzą spoza UE, obarczone są  **dodatkowym ryzykiem**, dlatego na zagranicznych giełdach są niżej wyceniane przez inwestorów. Inwestorzy wymagają od nich rzetelnych informacji, pozwalających im precyzyjniej prognozować perspektywę rozwoju. Stawia to zarządy spółek przed dokonaniem wyboru;

- czy obniżyć maksymalną cenę akcji do takiego poziomu, aby można było zainteresować inwestorów i pozyskać optymalną wartość kapitału, niezbędną do przeprowadzenia inwestycji,
- czy w ogóle wycofać się z emisji lub sprzedaży akcji<sup>86</sup>

Polscy inwestorzy w odróżnieniu od inwestorów na wielu europejskich giełdach lepiej rozumieją problemy ukraińskich spółek. Wynika to podobieństw kulturowych i językowych, a także wspólnych doświadczeń związanych z transformacją gospodarek Polski i Ukrainy. Przedsiębiorstwa ukraińskie są w większości w takiej fazie rozwoju, w jakiej były polskie przedsiębiorstwa pod koniec XX w.

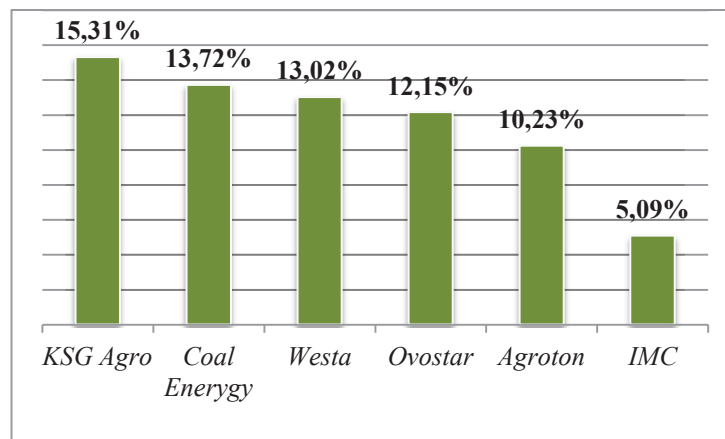
Do końca października 2012 r. na rynku głównym i alternatywnym z sukcesem zadebiutowały akcje dwunastu ukraińskich spółek, które reprezentowały następujące branże, tj.:

- rolnictwo:** *Agroliga Group PLC (AGL), Agroton Public Limited (AGT), Industrial Milk Company S.A.(IMC), KSG Agro (KSG),*
- rolno-przemysłową:** *Astarta Holding N.V. (AST), Kernel Holding S.A. (KER),*
- rolno-spożywcza:** *Milkiland N.V. (MLK), Ovostar Union N.V. (OVO),*
- górnictwo:** *Coal Energy S.A. (CLE), Sadovaya Group S.A. (SGR),*
- motoryzacyjną:** *Westa ISIC S.A. (WES),*

f) **stocznia:** *KDM Shipping*.

Powyższe spółki w większości pojawiły się na giełdzie w okresie dobrej koniunktury gospodarczej, charakteryzującej się wzrostami cen surowców i żywności na światowych rynkach. Koniunktura **pozytywnie oddziaływała na przychody** spółek i kursy akcji, podczas pierwszego dnia notowań i w późniejszych okresach. Zakup akcji cieszył się bardzo dużym zainteresowaniem inwestorów, głównie polskich funduszy emerytalnych - OFE, co przedstawia Rysunek 2.

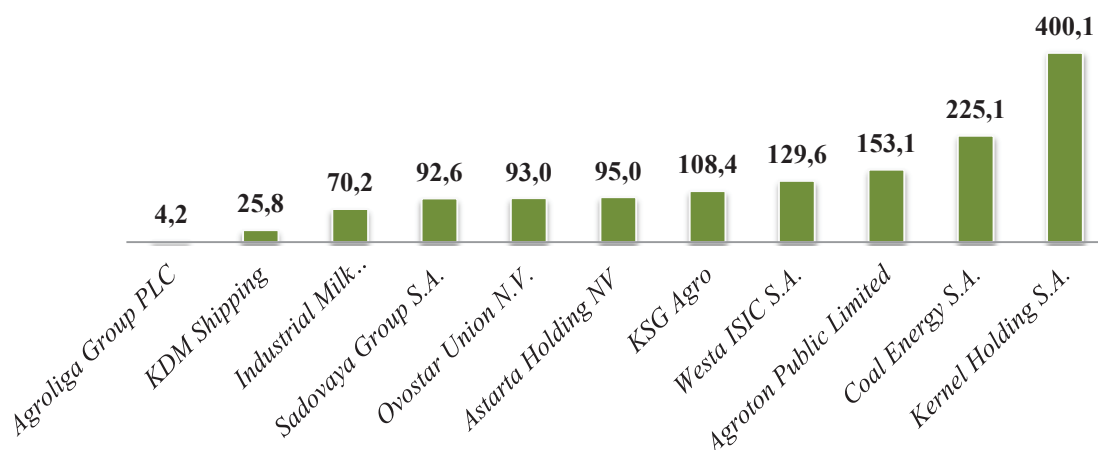
Rysunek 2. Akcjonariat OFE w ukraińskich spółkach notowanych na GPW



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Pigula informacyjna*, [online] <http://www.parkiet.com/temat/21.html>, [22.04.2012].

Emisje nowych akcji zakończyły się sukcesem, ponieważ łączna wartość pozyskanego kapitału wyniosła 1 397,02 mln zł, co przedstawia Rysunek 3. Najwięcej kapitału pozyskał *Kernel Holding S.A.*, aż 400,10 mln zł. Spółki rolnicze przeznaczyły pozyskane środki finansowe przede wszystkim na zwiększenie areалу upraw i zakup maszyn rolniczych<sup>87</sup>.

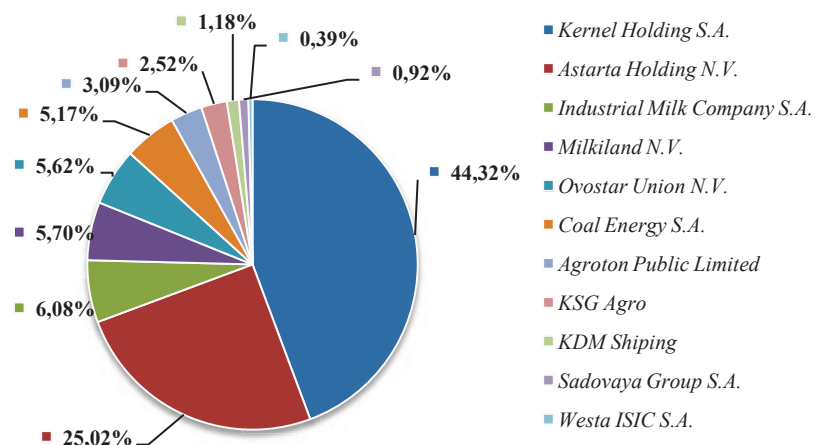
Rysunek 3. Wartość pozyskanego kapitału w drodze nowej emisji akcji (w mln zł)



Źródło: GWP, roczniki giełdowe [http://www.gpw.pl/roczniki\\_gieldowe](http://www.gpw.pl/roczniki_gieldowe) [12.11.2012].

Od 04.05.2011 r. GPW w Warszawie rozpoczęła obliczanie i publikowanie krajowego indeksu **WIG – Ukraina**, który został opracowany w wyniku rosnącej liczby ukraińskich spółek notowanych na giełdzie. Prawie 70% udział w indeksie posiadają dwie spółki rolnicze - *Kernel Holding S.A.* i *Astarta Holding N.V.*, co przedstawia Rysunek 4.

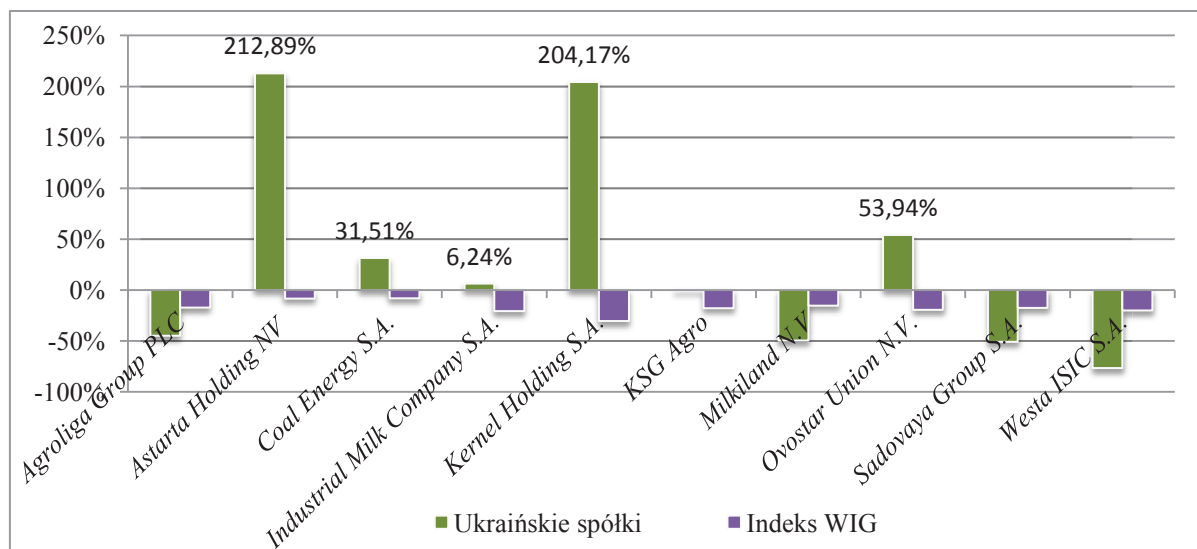
Rysunek 4. Udział spółek w indeksie WIG-Ukraine



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [online] [http://www.gpw.pl/indeksy\\_gieldowe](http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe) [dostępny 30.11.2012]

Na podkreślenie zasługuje to, że inwestycje w akcje ukraińskich spółek, począwszy od pierwszego dnia notowań na giełdzie do dnia 29.04.2012 r., w sześciu przypadkach zakończyłyby się wyższą stopą zwrotu, niż indeks WIG, co przedstawia Rysunek 5. W powyższym okresie, ceny akcji *Kernel Holding S.A.* i *Astarta Holding N.V.* wzrosły o ponad 200%.

**Rysunek 5. Porównanie historycznych stóp zwrotu z inwestycji w akcje indeksu WIG i ukraińskich spółek od daty debiutu do 29.04.2012 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Parkiet, Notoria Serwis 2010, [online]  
<http://www.parkiet.com/temat/1024838.html>, [dostępny 29.04.2012].

W maju 2012 r. przed rozpoczęciem Mistrzostw Europy w piłce nożnej, organizowanych wspólnie przez Polskę i Ukrainę pojawiły się negatywne informacje pochodzące z ukraińskiej gospodarki. Nastąpiło załamanie rynku surowców, spadek cen pólów rolnych, osłabienie wzrostu PKB, a także napięta sytuacja gospodarcza i społeczno-polityczna. Do publicznej wiadomości podano informacje, że niektóre spółki notowane na GPW w Warszawie przekazywały nierzetelne lub nieprawdziwe informacje inwestorom, czego konsekwencją była utrata zaufania inwestorów i spadek indeksu **WIG Ukraine** w ciągu trzech miesięcy o ok. **20%**.

Ogromne zainteresowanie na Ukrainie GPW w Warszawie, jako naturalnym miejscem do pozyskiwania kapitału i sprzedaży akcji powoduje, że spółki z tego kraju coraz bardziej są

zainteresowane debiutem na rynku podstawowym lub alternatywnym<sup>88</sup>, tj.; *Cereal Planet* (branża spożywcza), *Dakor*, *Mriya Agro*, *Sinital Agriculture*, *Ukrlandfarming* (branża rolno-spożywcza), *Agropolis* (branża mleczarska), *Dakor*, *Jablunewyj Dar* (producent koncentratów dla soków), *Creative Group* (producent oleju słonecznikowego), *Avangard*, *Agroallianz*, *Adelaida*, *AzovAgri Sintal*, *Galnaftogas* (branża paliwowa), *Geo Alliance*, (branża obuwnicza) *Intertop*, (media) *Ukrainian Media Holding*, (branża deweloperska) *T.M.M.*, (poligrafia) *Folio Plus*, (branża chemiczna), Korporacja Arterium (branża farmaceutyczna).

Notowanie spółki na giełdzie papierów wartościowych niesie ze sobą wiele korzyści. Daje możliwość pozyskania kapitału na rozwój, prestiż i pozytywny wizerunek w mediach. Dostosowanie się przedsiębiorstwa do wymogów formalnych wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego, podniesienie standardów w komunikacji z inwestorami, zastosowanie międzynarodowych standardów rachunkowości, umożliwia efektywniejsze zarządzanie przedsiębiorstwem oraz osiągnięcie wyższej wyceny rynkowej. Spółki bardzo dobrze zarządzane, o dobrych perspektywach rozwoju cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów oraz nie mają trudności z pozyskiwaniem kapitału w drodze emisji lub sprzedaży akcji. Wszystko to pokazuje przed jak dużymi wyzwaniami stoją jeszcze ukraińskie spółki, aby mogły odnieść sukces na polskim rynku giełdowym.

Wyzwaniem dla GPW w Warszawie jest zapewnienie odpowiedniej płynności papierów wartościowych w celu zapewnienia stałego napływu nowych spółek, głównie z Ukrainy. Napływ ten przyczynia się do zaostrzenia konkurencji pomiędzy dostawcami kapitału - inwestorami, a tym samym obniża jego koszt, co jest korzyścią dla wszystkich uczestników rynku, w tym dla spółek krajowych i zagranicznych.

### **Podsumowanie**

Ukraińskie przedsiębiorstwa nie mają zbyt wielu możliwości pozyskiwania kapitału na inwestycje, badania i rozwój, co z kolei ogranicza rozwój gospodarczy Ukrainy. Rozwiązaniem tego problemu może być GPW w Warszawie będąca największą giełdą w Europie Środkowej i Wschodniej, oferująca najbardziej optymalne warunki pozyskiwania kapitału w regionie. Polski rynek giełdowy może dostarcza

ukraińskim spółkom niezbędnych bodźców do prawidłowego finansowania inwestycji, minimalizowania kosztów zaangażowanych kapitałów i maksymalizowania efektów ekonomicznych, a tym samym przyczyniać się do rozwoju gospodarczego Polski i Ukrainy.

## **STRESZCZENIE**

Ukraińskie przedsiębiorstwa, w porównaniu do polskich będących na podobnym etapie rozwoju; w fazie wczesnej, ekspansji lub dojrzałości, nie mają zapewnionego tak różnorodnego i taniego dostępu do kapitału, jaki oferuje rozwinięty rynek kapitałowy. W Polsce oprócz możliwości jakie oferują fundusze z Unii Europejskiej, przedsiębiorstwa mogą pozyskać kapitał od różnorodnych instytucji finansowych, funduszy private equity, venture capital, a przede wszystkim w wyniku emisji akcji lub obligacji na giełdzie. W wyniku kryzysu finansowego na świecie został ograniczony swobodny dostęp do kredytów bankowych co stworzyło okazję do możliwości pozyskiwania tańszego kapitału na giełdach. Dla Ukraińskich spółek GPW w Warszawie jest najlepszym miejscem w regionie do sprzedaży lub emisji akcji, ponieważ zapewnia odpowiednią płynność obrotu i prestiż. Dodatkowo, w porównaniu z innymi giełdami polscy inwestorzy wyżej wyceniają wartość ukraińskich spółek. Pozyskiwanie spółek z Ukrainy przez GPW w Warszawie wpisuje się w strategię rozwoju polskiego rynku kapitałowego, jednak uwarunkowane jest od ich wielkości i transparentności. Brak przejrzystych informacji przekazywanych inwestorom, pokazuje, że jeszcze wiele wyzwań stoi przed spółkami z Ukrainy.

## **SUMMARY**

Ukrainian enterprises, in comparison to Polish enterprises on the same stage of development - in the initial phase, phase of expansion and maturity - do not have the same opportunities to gain cheap access to the capital which a developed capital market offers. In Poland, enterprises can not only benefit from the opportunities offered by UE funds, but also they can gain the capital from different financial institutions, such as private equity funds, venture capital and in particular emission of shares on stock exchange market. As a result of financial crisis on global market the free access to bank loans has been restrained which has created opportunities to gain cheaper capital on stock exchange market. For Ukrainian enterprises the Warsaw Stock Exchange (WSE) is the best place in the geographical area to sell or emit

shares due to its prestige and market liquidity. What is more, in comparison to other stock exchange market Polish investors value higher Ukrainian enterprises. Acquisition of enterprises from Ukraine by the Warsaw Stock Exchange (WSE) fits in the strategy of Polish capital market development, nonetheless is influenced by their volume as well as transparency. The lack of transparent information presented to investors shows that there still exist a great challenge ahead of Ukrainian enterprises.