

Emisja kwitów depozytowych jako źródło finansowania przedsiębiorstw z krajów BRIC

Wstęp

Jednym z głównych obszarów zainteresowań ekonomistów z całego świata stały się w ostatnich latach rynki wschodzące. Głównym powodem były wysokie stopy wzrostu gospodarczego w tych krajach oraz rosnący udział w tworzeniu światowego PKB. Szczególnie istotną rolę zaczęły odgrywać cztery państwa określane jako BRIC, tj. Brazylia, Rosja, Indie i Chiny¹.

Celem tego artykułu jest przedstawienie istoty emisji kwitów depozytowych i roli tego źródła finansowania w rozwoju przedsiębiorstw z krajów BRIC. W pierwszej kolejności w tekście zostanie opisana emisja akcji w strukturze źródeł finansowania przedsiębiorstw w analizowanych państwach, następnie przedstawione zostaną najważniejsze elementy programu emisji kwitów depozytowych oraz dane dotyczące aktualnej sytuacji na rynku kwitów depozytowych.

1. Finansowanie przedsiębiorstw w krajach BRIC poprzez emisję akcji

Decyzja o pozyskaniu kapitału z źródeł zewnętrznych lub wewnętrznych jest jednym z kluczowych elementów zarządzania przedsiębiorstwem. W zależności od strategii i czynników wpływających na ich sytuację, przedsiębiorstwa wybierają odmienne struktury źródeł kapitału, decydując np. o wysokości dźwigni finansowej lub terminie zapadalności długu. Niezależnie jednak od wybranej formy finansowania, niezwykle istotny dla rozwoju przedsiębiorstw, a tym samym całej gospodarki, jest dostęp do kapitału. Podstawowym sposobem pozyskiwania kapitału poprzez rynek akcji jest emisja akcji na rynku pierwotnym (ang. Initial Public Offering – IPO), mniej istotna jest emisja akcji na rynku wtórnym.

Niewątpliwie szybki rozwój gospodarczy krajów BRIC nie byłby możliwy bez zapewnienia przedsiębiorstwom wystarczających środków finansowych poprzez system bankowy oraz rynki kapitałowe. Kraje BRIC zaliczane są do grupy krajów na niższym poziomie rozwoju (w stosunku do Europy Zachodniej lub Stanów Zjednoczonych), co wynika między innymi z niższego stopnia rozwoju rynków finansowych. Sytuacja w poszczególnych krajach BRIC jest jednak bardzo zróżnicowana, ponieważ są to państwa o różnej historii, sytuacji

* Mgr, Katedra Nauk Ekonomicznych, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Politechnika Gdańska, adamarszk@wp.pl

¹ Koncepcja BRIC pojawiła się po raz pierwszy w 2001 r. w analizach przygotowywanych przez bank Goldman Sachs [O'Neill, 2001].

politycznej, strukturze gospodarki czy pozycji w handlu międzynarodowym. Ma to także wpływ na odmienne struktury źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw, w tym na wartość środków pozyskiwanych poprzez emisje akcji.

Jako pierwszy zostanie opisany kraj z największym potencjałem gospodarczym, czyli Chiny. Chiński system finansowy charakteryzuje się silną rolą partii rządzącej, która ma dominujący wpływ na politykę kredytową banków oraz procesy zachodzące na rynkach kapitałowych (większość spółek notowanych na chińskich rynkach akcji należy do państwa). Najważniejszym źródłem finansowania przedsiębiorstw chińskich są kredyty bankowe, udzielane często po preferencyjnych stawkach. Wartość udzielonych kredytów wyniosła na koniec 2010 r. 127% PKB [Lund, 2011]. Dla porównania kapitalizacja rynku akcji wyniosła 97% PKB. Przyczyną tego stanu rzeczy, oprócz wspomnianych już preferencji kredytowych, są także problemy występujące na rynkach kapitałowych, zmniejszające atrakcyjność tego źródła finansowania, z których najważniejsze to bariery w dostępie dla inwestorów zagranicznych i niedostateczny nadzór nad rynkiem i będące tego skutkiem np. skandale związane z wykorzystywaniem informacji poufnych.

Mimo wspomnianych powyżej czynników wpływających na osłabienie pozycji rynków kapitałowych jako źródła finansowania w stosunku do kredytów bankowych, w ostatnich latach nastąpił w Chinach szybki rozwój rynku akcji. Chiny są od 5 lat światowym liderem pod względem wartości IPO². Według danych za 2010 r. wartość kapitału pozyskanego w drodze IPO przez spółki na giełdach chińskich (w Hong Kongu, Szanghaju i Shenzhen) wyniosła 129,8 mld USD w 440 ofertach. W 2010 r. na giełdzie w Szanghaju rozpoczęto notowania akcji Agricultural Bank of China, którego debiut giełdowy o wartości 22,1 mld USD stał się największym IPO w historii. Warto dodać, że poprzedni rekord (21,9 mld USD) należał również do innego chińskiego banku – Industrial and Commercial Bank of China, który był pierwszą spółką notowaną jednocześnie na giełdach w Szanghaju i Hong Kongu.

Do niedawna powszechnie prognozowano, że w ciągu kilkunastu lat Chiny prześcigną USA i staną się największą gospodarką świata. Jednak pojawiają się obecnie analizy, według których Chiny zostaną liderem na krótko, ponieważ do 2050 r. prześcignie je inny kraj BRIC – Indie [Buitter, 2011].

Indyjski system finansowy jest słabiej rozwinięty niż chiński, ma też odmienną strukturę. W przeciwieństwie do Chin, w Indiach kapitalizacja rynku akcji jest wyższa od wartości udzielonych kredytów (93% PKB wobec 60% PKB [Lund, 2011]), co wynikać może ze znacznie dłuższej historii (giełda w Bombaju jest najstarsza w całej Azji, powstała w 1875 r. [El Hedi Arouri, 2010, s. 8]) oraz wprowadzanych reform, mających poprawić przejrzystość rynku.

² Wszystkie dane w tym artykule dotyczące IPO zostały zaczerpnięte z raportu Global IPO Trends 2011 opublikowanego przez Ernst&Young.

Pod względem wartości IPO indyjski rynek akcji znacznie odbiega od rynku chińskiego. Mimo wyraźnego wzrostu w stosunku do poprzedniego roku, w 2010 r. spółki indyjskie pozyskały poprzez debiuty giełdowe zaledwie 8,3 mld USD. W 2010 r. miało też miejsce największe indyjskie IPO w historii – został w ten sposób sprywatyzowany największy na świecie koncern węglowy, Coal India (wartość IPO 3,4 mld USD).

Struktura systemu finansowego w Brazylii jest zbliżona do indyjskiego, ponieważ również charakteryzuje się przewagą emisji akcji nad sektorem kredytów bankowych w strukturze źródeł finansowania [World Development Indicators, 2011]. Choć aktywność spółek pozyskujących kapitał na brazylijskim rynku akcji wciąż jest zdecydowanie niższa niż przed kryzysem (2007 r. był rekordowy zarówno pod względem wartości oraz liczby IPO, jak i kursów indeksów giełdowych), rynek ten jest nadal ważnym elementem największej południowoamerykańskiej gospodarki. Łącznie w latach 2009 i 2010 debiuty giełdowe przyciągnęły niemal 20 mld USD. Tak jak w Chinach i Indiach, również w Brazylii w 2010 r. odbyła się rekordowa emisja akcji, o wartości 1,5 mld USD, gdzie emitentem była spółka wydobywająca ropę naftową i gaz ziemny – HRT Participacoes em Petroleo. Brazylijski rynek akcji w 2010 r. stał się miejscem największej w historii światowego systemu finansowego emisji akcji na rynku wtórnym (spółki już notowanej). Spółka paliwowa Petrobras pozyskała w ten sposób rekordową kwotę 70,1 mld USD. O ile na rynku chińskim największe IPO dotyczyły instytucji finansowych, o tyle w Brazylii najwięcej środków pozyskały spółki surowcowe i przemysłowe. W obu przypadkach większość IPO była związana z procesem prywatyzacji.

Ostatnim z opisywanych krajów jest Rosja. Obecność Rosji w grupie czołowych rynków wschodzących jest kwestionowana przez niektórych ekonomistów, którzy negatywnie oceniają perspektywy rozwoju rosyjskiej gospodarki w związku z nadmiernym uzależnieniem od eksportu surowców i przestarzałą strukturą. Z problemami boryka się również rosyjski sektor finansowy, co wynika między innymi z nadmiernej liczby małych, niedokapitalizowanych banków i niedostatecznego nadzoru nad rynkiem akcji [Aris, 2010, s.4].

Struktura źródeł pozyskania kapitału rosyjskich przedsiębiorstw jest zbliżona do indyjskiej i brazylijskiej, z przewagą rynku akcji. Wartość emisji akcji na pierwotnym rynku akcji w Rosji jest bardzo niska (niższa niż na giełdzie w Warszawie). Dane dotyczące wartości IPO przeprowadzonych na rosyjskich giełdach nie pokazują jednak pełnego obrazu, ponieważ akcje niektórych z największych spółek notowane są na giełdzie londyńskiej (wśród nich znajdują się rosyjskie giganty, takie jak Gazprom, Rosneft, Lukoil czy Mail.ru). Wartość IPO rosyjskich spółek na tej giełdzie wyniosła w 2010 r. 5 mld USD. Największa emisja akcji rosyjskiego przedsiębiorstwa na rynku pierwotnym odbyła się jednak nie na giełdach rosyjskich lub w Londynie, lecz na giełdzie w Hong Kongu i równolegle na giełdzie Euronext. Akcje sprzedawał największy na świecie producent aluminium – Rusal, a wartość IPO wyniosła 2,2 mld USD.

Mimo odmiennych kształtów systemów finansowych i różnych rozmiarów pierwotnych i wtórnych rynków akcji, we wszystkich czterech krajach BRIC IPO są popularną formą pozyskania kapitału. Sytuacja nie uległa zmianie nawet po wybuchu światowego kryzysu finansowego, o czym świadczą rekordowe IPO w 2010 r. w trzech z analizowanych krajów. Jednak nadal rynki akcji w krajach BRIC są stosunkowo słabo rozwinięte, co powoduje, że przedsiębiorstwa poszukują alternatywnych sposobów podwyższenia kapitałów własnych na rynkach innych niż krajowe, o czym już wspomniano przy opisie sytuacji w Rosji. Jedną z takich form finansowania, kwity depozytowe, zostanie opisana w kolejnym rozdziale.

2. Charakterystyka kwitów depozytowych

2.1. Pozyskiwanie kapitału na rynkach międzynarodowych – motywy

Wiele przedsiębiorstw, w szczególności prowadzących działalność na skalę globalną, decyduje się pozyskiwać kapitał poza krajem macierzystym. Poza zaciąganiem kredytów i emisją obligacji na rynkach międzynarodowych, inną możliwością jest emisja papierów wartościowych o charakterze udziałowym, dostępnych dla inwestorów na giełdach zagranicznych poprzez zapewnienie notowania akcji na giełdach w więcej niż jednym kraju lub emisję kwitów depozytowych [Nawrot, 2008, s. 13]. Główne powody, dla których przedsiębiorstwa decydują się na taką formę pozyskania kapitału to [McLeavy, 2009, s.192-193]:

- przedsiębiorstwa mogą pozyskać środki od inwestorów zagranicznych, dzięki czemu źródła ich kapitału są bardziej zdywersyfikowane, a zasób możliwych do pozyskania funduszy jest większy niż na mniejszych krajowych rynkach akcji; wiele przedsiębiorstw z rynków wschodzących decyduje się na połączenie emisji akcji na giełdzie krajowej i jednej z giełd rozwiniętych (np. opisane wcześniej spółki rosyjskie),
- dywersyfikacja bazy właścicielskiej zmniejsza ryzyko przejścia na niekorzystnych warunkach na rynku krajowym,
- polepszenie reputacji przedsiębiorstwa, które staje się rozpoznawane na rynkach zagranicznych, w związku z czym może łatwiej pozyskiwać kapitał na poziomie krajowym i zagranicznym; może to też być element strategii marketingowej przedsiębiorstwa i być wykorzystane do promocji marek produktowych,
- umożliwienie handlu papierami wartościowymi emitowanymi przez przedsiębiorstwo na rozwiniętych, płynnych rynkach z dobrze ukształtowanymi instytucjami i regulacjami; jest to istotne zwłaszcza dla spółek z krajów rozwijających się, ponieważ rynki akcji w krajach macierzystych są zazwyczaj omijane przez inwestorów obawiających się nadmiernego ryzyka oraz wysokich kosztów transakcyjnych; poprzez nabywanie papierów nominowanych w macierzystej dla nich walucie inwestorzy unikają też ryzyka wynikającego ze zmienności kursu walutowego,

- zgodnie z hipotezą zobowiązania (ang. *bonding hypothesis*), spółki z krajów ze słabym systemem prawnym decydując się wprowadzić swoje papiery wartościowe na giełdy w krajach wysoko rozwiniętych, zobowiązują się prawnie do zachowywania wyższych standardów raportowania i ładu korporacyjnego i tym samym stają się w ocenie dawców kapitału mniej ryzykowne i mają niższy koszt pozyskania funduszy.

2.2. Istota kwitów depozytowych – pojęcie i klasyfikacja

Procedury dopuszczenia akcji zagranicznych spółek do obrotu na danej giełdzie papierów wartościowych są bardzo zróżnicowane. W niektórych krajach są one mało restrykcyjne, np. w Kanadzie ustawa z 1986 r. wprowadziła możliwość notowania akcji zagranicznych na giełdzie w Montrealu dla wszystkich spółek, które spełniają wymogi prawne identyczne jak we własnej jurysdykcji [McLeavy, 2009]. Jednak w innych krajach spółki zagraniczne muszą zachowywać wszystkie przepisy obowiązujące spółki krajowe. Na najważniejszym na świecie rynku akcji w Stanach Zjednoczonych wprowadzono zasadę mówiącą, że spółki zagraniczne ubiegające się o notowanie swoich akcji na amerykańskich giełdach muszą spełnić wymogi zarówno danej giełdy, jak i Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (U.S. Securities and Exchange Commission, w skrócie SEC). Choć przepisy SEC zwiększają atrakcyjność zagranicznych akcji, oferując pewien zakres ochrony amerykańskim inwestorom, to jednocześnie nakładają znaczące koszty na spółkę, związane m.in. z koniecznością częstego publikowania raportów w języku angielskim.

Z różnych powodów, wynikających np. z podanych powyżej wymogów regulacyjnych, niektóre spółki, chcące pozyskać kapitał na rynkach zagranicznych, szukają alternatywnych możliwości w stosunku do notowania akcji na giełdzie zagranicznej. W Stanach Zjednoczonych i niektórych innych rynkach rozwiniętych popularnym rozwiązaniem są kwity depozytowe.

Kwity depozytowe (ang. *depository receipts* – DR) to zbywalne dokumenty reprezentujące prawo własności papierów wartościowych, w szczególności akcji, dopuszczonych do publicznego obrotu na zagranicznym rynku kapitałowym, właściwym dla siedziby spółki [Jaworski, 1998]. Kwity depozytowe umożliwiają nabywcom dostęp do kapitału akcyjnego spółki w sposób pośredni (w przeciwieństwie do akcji) za pomocą banku depozytariusza. Kwity depozytowe można rozróżniać na podstawie kilku kryteriów, z których najważniejsze to kryterium geograficzne, celu emisji, formy obrotu, rodzaju emisji i poziomu emisji [Nawrot, 2008].

Kryterium geograficzne służy do wyróżnienia typów kwitów depozytowych w zależności od zakresu terytorialnego obrotu. Dwa dominujące rynki w skali światowej to rynek amerykański i brytyjski (na pozostałych rynkach obroty kwitami depozytowymi są minimalne). Na pierwszym z nich handluje się Amerykańskimi Kwitami Depozytowymi (ang. *American Depositary Receipts* – ADR), które pozwalają spółkom zagranicznym wejść na amerykańskie giełdy. ADR są wykorzystywane nie tylko przez spółki z rynków wschodzących, ale

również przez przedsiębiorstwa z krajów wysoko rozwiniętych np. na amerykańskiej giełdzie NASDAQ handluje się ADR francuskiego koncernu wyrobów luksusowych LVMH. W odróżnieniu od ADR i innych narodowych kwitów depozytowych, Globalne Kwity Depozytowe (ang. *Global Depositary Receipts* – GDR) są notowane na kilku rynkach jednocześnie, co zwiększa bazę inwestorów i poprawia płynność. Największym centrum obrotu GDR jest rynek brytyjski, a najwięcej spółek pochodzi z Japonii i Chin [McLeavy, 2009].

Celem emisji kwitów depozytowych może być podwyższenie kapitałów własnych lub przeniesienie części akcji na rynek zagraniczny. Z punktu widzenia tego tekstu najważniejszy jest pierwszy cel. Spółka chcąc pozyskać kapitał na rynkach zagranicznych musi w pierwszej kolejności przeprowadzić emisję akcji na rynku pierwotnym (IPO) lub wtórnym w macierzystym kraju, spełniając wszystkie wymogi stawiane przez miejscowego nadzorcę rynku. Następnie spółka nawiązuje współpracę z bankami. Po pierwsze, z bankiem zagranicznym, który wystawia kwity depozytowe (bank depozytariusz). Po drugie, z bankiem powiernikiem, działającym w kraju macierzystym, gdzie bank depozytariusz deponuje wyemitowane akcje na specjalnym rachunku (drugi bank jest bankiem powiernikiem). Spółka pozyskuje fundusze, ma też większą i bardziej zdywersyfikowaną bazę inwestorską.

Ze względu na formę obrotu wyróżnia się emisję publiczną na otwartym, powszechnie dostępnym rynku oraz emisję prywatną skierowaną do wybranego, ściśle ograniczonego grona inwestorów.

Podział kwitów depozytowych na podstawie rodzaju emisji pozwala wyróżnić emisje sponsorowane i niesponsorowane. Emisja sponsorowana jest przeprowadzana z aktywną rolą spółki i jest przeważnie ściśle związana z opisaną wcześniej emisją w celu pozyskania nowych funduszy. Spółka zawiera umowę z bankiem depozytariuszem, który otrzymuje wyłączność na emisję kwitów depozytowych. Emisja niesponsorowana następuje bez udziału spółki, z inicjatywy inwestorów współpracujących z bankiem depozytariuszem. W ostatnich latach traci ona na znaczeniu, ponieważ jej koszty są znaczące i obciążają w całości inwestora.

Kryterium poziomu emisji dotyczy wyłącznie sponsorowanych ADR. Wyróżnia się trzy poziomy emisji [McLeavy, 2009].

Emisja pierwszego poziomu przeznaczona jest dla spółek, które nie spełniają wymogów SEC w zakresie rejestracji papierów i raportowania. ADR pierwszego poziomu mogą być przedmiotem handlu wyłącznie na platformach pozagiełdowych (poza rynkiem regulowanym). Spółka może również pozyskać kapitał poprzez ADR pierwszego poziomu, ale wyłącznie w formie emisji prywatnej, dostępnej dla dużych, wyselekcjonowanych inwestorów prywatnych oraz inwestorów instytucjonalnych. Zaletami takiej emisji są niskie koszty i krótki czas przygotowania oferty, a wady to mała docelowa grupa inwestorów oraz niska płynność rynków pozagiełdowych, co prowadzi do wzrostu kosztu pozyskania kapitału.

Drugi i trzeci poziom emisji ADR wiąże się z koniecznością rejestracji papierów w SEC i spełniania wszystkich amerykańskich wymogów prawnych, w szczególności zaś publikowania w odpowiednich okresach sprawozdań finansowych zgodnych z amerykańskimi standardami rachunkowości. W odróżnieniu od ADR najniższego poziomu, ADR drugiego i trzeciego poziomu są notowane na głównych giełdach (NYSE i NASDAQ). Różnica między drugim i trzecim poziomem emisji polega na tym, że na drugim poziomie spółka nie pozyskuje nowego kapitału, kwity depozytowe są tworzone na podstawie istniejących akcji, a na trzecim poziomie ma miejsce IPO kwitów depozytowych na amerykańskim rynku i podwyższenie kapitału akcyjnego. Emisje wyższych poziomów mają szereg zalet:

- spółka notowana na giełdach amerykańskich staje się bardziej rozpoznawana, jest wymieniana w mediach, sporządzane są raporty analityków oceniających perspektywy rozwoju, szanse i zagrożenia dla przedsiębiorstwa,
- spółka musi dostosować się do amerykańskich przepisów, co jest oceniane pozytywnie przez inwestorów oczekujących większego bezpieczeństwa papierów wartościowych,
- płynność giełd jest wyższa niż platform pozagiełdowych, wyraźnie wyższa jest też liczba inwestorów.

Wady emisji drugiego i trzeciego poziomu są następujące:

- standardy rachunkowości w niektórych krajach (np. w Niemczech i Szwajcarii) różnią się w dużym zakresie od standardów amerykańskich, przez co koszty dostosowania sprawozdań finansowych mogą być wysokie i zmniejszać atrakcyjność tej formy finansowania³; spółki mogą także nie być gotowe ujawnić pewne informacje, które są wymagane w USA, a których nie muszą pokazywać zgodnie z przepisami krajowymi,
- wyższe koszty emisji na rynku giełdowym niż na rynkach pozagiełdowych,
- dłuższy czas przygotowania emisji, a tym samym oczekiwania na wpływ funduszy.

Mimo różnorodności typów kwitów depozytowych, z nielicznymi wyjątkami (wspomnianymi powyżej) ich podstawową rolą jest umożliwienie spółkom z mniej rozwiniętych krajów pozyskanie kapitału o niższym koszcie na rynkach międzynarodowych. Jednymi z najważniejszych emitentów kwitów depozytowych są przedsiębiorstwa z rynków wschodzących, w szczególności zaś z krajów BRIC. Zostanie im poświęcony kolejny rozdział.

3. Aktywność spółek z krajów BRIC na światowych rynkach kwitów depozytowych

Całkowita wartość kwitów depozytowych znajdujących się w obrocie na światowych rynkach wyniosła na koniec pierwszej połowy 2011 r. 1,3 bln

³ Nie jest to przeszkodą dla spółek z niektórych rynków wschodzących, ponieważ obowiązują w nich amerykańskie standardy (np. w Hong Kongu i Izraelu). Co więcej, w ostatnich latach następuje proces konwergencji standardów amerykańskich i międzynarodowych, w wyniku czego różnice będą stopniowo tracić na znaczeniu.

USD⁴. Większość (69%) stanowiły ADR (notowane na NYSE i NASDAQ), drugie miejsce zajmowały GDR notowane na giełdzie londyńskiej i luksemburskiej (20%), a reszta przypadła na inne kwity depozytowe (notowane na innych giełdach lub na rynkach pozagiełdowych). Spółki, dla których wartość kwitów depozytowych była najwyższa, pochodziły niemal wyłącznie z rynków wschodzących. Wprawdzie największą wartość miały kwity depozytowe meksykańskiej spółki América Móvil (54 mld USD, notowane na NYSE), ale reszta rankingu została zdominowana przez spółki z krajów BRIC, których w pierwszej ósemce znalazło się aż pięć (tablica 1). Kwity depozytowe brazylijskiego Petrobras miały wartość 51,4 mld USD, rosyjskiego Gazpromu 49 mld USD, a brazylijskiego Vale 48,8 mld USD. Warto zauważyć, że w czołówce listy znalazła się tylko jedna spółka z Chin, co spowodowane jest coraz większą popularnością giełdy w Hong Kongu wśród chińskich spółek, wpływający na spadek zainteresowania kwitami depozytowymi. Brak też spółek indyjskich. Z wyjątkiem spółek rosyjskich, których kwity depozytowe są notowane na giełdzie londyńskiej, kwity depozytowe wszystkich spółek to ADR.

Tablica 1. Spółki z najwyższą wartością kwitów depozytowych (stan na 30.06.2011)

Spółka	Kraj pochodzenia	Wartość kwitów depozytowych (w mld USD)
América Móvil	Meksyk	54,0
Petrobras	Brazylia	51,4
Gazprom	Rosja	49
Vale	Brazylia	48,8
Royal Dutch Shell	Wielka Brytania	40,9
Baidu	Chiny	38
BP	Wielka Brytania	36,2
LUKOIL	Rosja	35,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Bank of New York Mellon, 2010].

Zestawiając wartość wyemitowanych kwitów depozytowych z kapitalizacją rynkową (całkowitą wartością akcji) spółek wymienionych w tabeli 1, można zauważyć wyraźne różnice pomiędzy poszczególnymi podmiotami. Dla przedsiębiorstw brytyjskich kwity depozytowe stanowią jedynie niewielki odsetek całkowitej kapitalizacji (odpowiednio 19,7% dla Royal Dutch Shell i 26,5% dla BP), a dla spółek z krajów BRIC znacznie wyższy (najwięcej, bo ponad 70% dla Baidu i LUKOIL). Wskazuje to na wyraźne różnice w strukturze finansowania – największe spółki z rynków wschodzących w większym stopniu korzystają z rynków zagranicznych.

Pod względem wartości obrotów kwitami depozytowym dominacja spółek z krajów BRIC jest jeszcze bardziej widoczna. Całkowita wartość obrotów kwitami depozytowymi na świecie w pierwszych sześciu miesiącach 2011 r. to 2,12 bln USD. 86% wartości handlu dotyczyło ADR, wśród których największy wo-

⁴ Wszystkie dane dotyczące rynków kwitów depozytowych w tym rozdziale na podstawie The Depository Receipt Market: 2010 Yearbook i The Depository Receipt Market: 2011 Mid – Year Review Bank of New York Mellon, 2010.

lumen obrotów zanotowano dla papierów Baidu (128,2 mld USD), Petrobras (115,8 mld USD) i Vale (79,6 mld USD). Wśród kwitów depozytowych notowanych na pozostałych giełdach, wszystkie pierwsze dziesięć miejsc zajęły koncerny rosyjskie, z Gazpromem (83 mld USD) i Norilsk Nickel (24,1 mld USD) na czele. Łączna wartość obrotów kwitami depozytowymi spółek z krajów BRIC na wszystkich rynkach wyniosła 861,2 mld USD, czyli 40,6% łącznej wartości.

Według danych na dzień 30.06.2011 r., na świecie znajdowały się w obrocie kwity depozytowe 3364 spółek (w większości wyemitowane w ramach emisji sponsorowanych). Najwięcej spółek pochodziło z Indii (326; wszystkie emisje sponsorowane) i Chin (279). Wysoko w rankingu znalazła się również Rosja z 189 spółkami, co pokazuje, jak duże jest znaczenie spółek z krajów BRIC na tym rynku. W 2011 r. kilka spółek zdecydowało o zmianie charakteru swoich kwitów depozytowych, konwertując je w programy sponsorowane. Taką decyzję podjęły m.in. rosyjski Sberbank i chińskie AIA.

Bardzo istotne z punktu widzenia tego tekstu są dane dotyczące wartości środków pozyskanych poprzez emisję kwitów depozytowych. W 2010 r. spółki z 14 krajów przeprowadziły 104 programy emisji o łącznej wartości 24,8 mld USD. Dominowały spółki z Chin i Indii. Z 104 transakcji aż 80 wartych 6,4 mld USD dotyczyło właśnie ich. Brazylia z zaledwie trzema emisjami w 2010 r. zajęła mimo to pierwsze miejsce pod względem wartości pozyskanych środków (tablica 2). Wartość emisji Petrobras wyniosła ponad 10 mld USD i była największa w historii rynku. Inne ważne emisje spółek z krajów BRIC w 2010 r. to emisje Mail.ru (Rosja), Gafisa (Brazylia), O'Key Group (Rosja), China Ming Yang Wind Power (Chiny) i E-Commerce China Dangdang (Chiny).

Tablica 2. Największe emisje kwitów depozytowych w 2010 r.

Spółka	Kraj pochodzenia	Wartość emisji (w mld USD)
Petrobras	Brazylia	10,01
Elster	Niemcy	3,19
Mail.ru	Rosja	0,91
AngloGold Ashanti	RPA	0,71
Standard Chartered	Wielka Brytania	0,59
Gafisa	Brazylia	0,52
O'Key Group	Rosja	0,46
China Ming Yang Wind Power	Chiny	0,35

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Bank of New York Mellon, 2010].

Największą liczbę operacji emisji kwitów depozytowych spółki przeprowadziły na giełdzie w Luksemburgu. Szczególnie upodobały sobie ten rynek spółki indyjskie, które dokonały na nim 41 emisji o wartości 1,7 mld USD. Na giełdach amerykańskich miało miejsce 49 emisji wartych 19,6 mld USD, a na giełdzie londyńskiej 8 wartych 2 mld USD. Ponadto, odbyła się pierwsza w historii emisji kwitów depozytowych na giełdzie w Paryżu. Kapitał w ten sposób pozyskał rosyjski koncern Rusal. Znakiem przemian struktury światowej gospodarki, świadczącym o rosnącej roli krajów BRIC i odwracaniu się dotych-

czasowych kierunków przepływu kapitału może być fakt, że brytyjski bank Standard Chartered jako pierwsza spółka zdecydował się przeprowadzić emisję na giełdzie indyjskiej. W 2010 r. umożliwiono też emisję kwitów depozytowych na giełdach w Brazylii i Hong Kongu. Można podejrzewać, że w nieodległej przyszłości z tej możliwości będą korzystały kolejne spółki z krajów rozwiniętych chcące uzyskać dostęp do ogromnej grupy inwestorów w krajach BRIC.

W pierwszej połowie 2011 r. utrzymała się wysoka aktywność na rynku kwitów depozytowych. Kolejne spółki pozyskały w ten sposób znaczące fundusze. Niemal połowę środków zgromadzili emitenci z Rosji, podczas gdy spółki z Chin i Indii przeprowadziły największą liczbę transakcji. Od stycznia do czerwca 2011 r. miało miejsce łącznie 39 emisji, w których spółki pozyskały 11,7 mld USD, z czego na 7 emitentów z Rosji przypadło 5,5 mld USD. Emisja rosyjskiego banku VTB na giełdzie londyńskiej była największa (jej wartość to 2,78 mld USD). Koncerny chińskie i indyjskie pozyskały odpowiednio 2,6 mld USD i 200 mln USD, a brazylijskie niecały 1 mld USD (niemal cała kwota to emisja kwitów depozytowych producenta stali Gerdau).

Prognozowanie dalszej sytuacji na rynku kwitów depozytowych jest w obecnej sytuacji dużej niepewności na rynkach finansowych niezmiernie trudne. Brak jeszcze ostatecznych danych za drugą połowę 2011 r., ale widoczny jest już wyraźny spadek zainteresowania tą formą finansowania. Można się jednak spodziewać, że spółki z krajów BRIC, w których tempo wzrostu gospodarczego, choć niższe niż kilka lat temu, jest nadal stosunkowo wysokie, będą wciąż wykorzystywały kwity depozytowe. Rynki finansowe, w tym rynki akcji, w tych krajach są wciąż nadal stosunkowo słabo rozwinięte, więc spółki będą zmuszone szukać funduszy na rynkach międzynarodowych.

Zakończenie

Osiągnięcie wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego w krajach BRIC nie byłoby możliwe bez odpowiedniego finansowania działalności przedsiębiorstw. Wartość pozyskanych przez nie funduszy, w tym poprzez podwyższenie kapitałów własnych w ramach emisji akcji, jest w ostatnich latach bardzo wysoka. Duża liczba transakcji i wysoka wartość poszczególnych emisji wskazują na to, że finansowanie na rynku kwitów depozytowych przyczyniło się w istotnym stopniu do ich szybkiego rozwoju.

Literatura

1. Aris S. (2010), Russian financial activities, "Russian Analytical Digest", 74.
2. Buitter W., Rahbari E. (2011), Global Growth Generators, "Citi Investment Research and Analysis", No. 2.
3. El Hedi Arouri M. (2010), The dynamics of emerging stock markets, Physica-Verlag, Berlin-Heidelberg.
4. Global IPO Trends 2011 (2011), Ernst&Young, London.
5. Jaworski W., Krzyżkiewicz Z., Puławski M. (1998), Leksykon bankowo – giełdowy, Poltext, Warszawa.

6. Lund S., Piotrowski J., Roxburgh C. (2011), Mapping Global Capital Markets 2011, McKinsey Global Institute, San Francisco.
7. McLeavey D., Solnik B. (2009), Global Investments, Pearson Prentice Hall.
8. Nawrot W. (2008), Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych, CeDeWu, Warszawa.
9. O'Neill J. (2001), Building Better Global Economic BRICs, "Goldman Sachs Global Economics", No. 66.
10. The Depository Receipt Market: 2010 Yearbook (2011), Bank of New York Mellon, New York.
11. The Depository Receipt Market: 2011 Mid-Year Review (2011), Bank of New York Mellon, New York.
12. World Development Indicators (2011), World Bank, Washington D.C.

Streszczenie

Dostęp do źródeł kapitału jest jednym z najważniejszych czynników rozwoju przedsiębiorstw, niezależnie od poziomu rozwoju krajów, w których działają. Jednym ze sposobów finansowania działalności gospodarczej jest emisja akcji na rynku pierwotnym lub wtórnym. Odgrywając coraz ważniejszą rolę w światowym systemie gospodarczym kraje BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny) cechuje różnorodność struktur finansowania przedsiębiorstw, z odmiennymi proporcjami udziałów kapitałów obcych i własnych. W związku z niskim poziomem rozwoju rynków akcji w krajach macierzystych, wiele spółek z krajów BRIC decyduje się pozyskiwać fundusze na rynkach międzynarodowych. Jednym z możliwych sposobów jest emisja kwitów depozytowych w różnych odmianach, którymi handluje się na giełdach i rynkach pozagiełdowych w krajach wysoko rozwiniętych, głównie w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Przedsiębiorstwa z krajów BRIC są bardzo aktywne na światowych rynkach kwitów depozytowych, dominując zarówno pod względem liczby transakcji, jak i wartości kwitów depozytowych znajdujących się w obrocie. Również największe w ostatnim czasie transakcje pozyskania kapitału poprzez emisję kwitów depozytowych zostały dokonane przez spółki z krajów BRIC.

Słowa kluczowe

rynki wschodzące, rynek akcji, emisja akcji, kwity depozytowe

Issuing Depository Receipts as a Financing Source for Companies from BRIC Countries (Summary)

BRIC countries (Brazil, Russia, India, China) have become in the recent years the global economic growth leaders. As the access to adequate financial means is often limited in their native financial systems, companies from BRIC countries use many different financing sources, among them depository receipts traded on foreign equity markets, mainly in the United States and United Kingdom. Issuers from BRIC countries and other emerging markets dominate today on the global depository receipts markets, accounting for the majority of trading value, trading volume and capital-raising transactions.

Key words

emerging markets, equity market, IPO, depository receipts