

Kwity depozytowe jako instrument finansowania przedsiębiorstw krajów BRIC

Wstęp

Od początku XXI w. obserwuje się spektakularny wzrost znaczenia krajów rozwijających się w gospodarce światowej. Szczególnym przykładem szybkiego wzrostu gospodarczego oraz rosnącego udziału w tworzeniu światowego PKB są: Brazylia, Rosja, Indie i Chiny, nazywane krajami BRIC¹. Szybki rozwój gospodarczy tych krajów nie byłby możliwy bez zapewnienia przedsiębiorstwom wystarczających środków finansowych poprzez system bankowy oraz rynki kapitałowe. Kraje BRIC cechuje różnorodność struktur finansowania przedsiębiorstw, z odmiennymi proporcjami udziału kapitałów własnych i obcych. W związku z niskim poziomem rozwoju rynku finansowego (w tym rynku akcji) w krajach macierzystych wiele podmiotów z krajów BRIC decyduje się na pozyskanie kapitału na rynku międzynarodowym. Jednym z segmentów tego rynku jest rynek kwitów depozytowych.

Celem niniejszego referatu jest: przedstawienie istoty emisji kwitów depozytowych i roli tego źródła finansowania przedsiębiorstw z krajów BRIC, zaprezentowanie obecności podmiotów prywatnych krajów BRIC na tych rynkach oraz zwrócenie uwagi na motywy, korzyści i negatywne aspekty związane z emisją walorów firm na rynku kwitów depozytowych.

1. Istota kwitów

Jednym z najbardziej rozpowszechnionych instrumentów emitowanych za granicą i wprowadzanych do obrotów giełdowych lub pozagiełdowych na tamtejszych rynkach są kwity depozytowe (ang. *depository receipts* – DR). Pomimo że instrument ten funkcjonuje od kilkudziesięciu lat,

* Dr, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, bpuszer@wp.pl, tel. 32 257 74 21, ul. 1. Maja 50, 40-069 Katowice

¹ Określenie BRIC po raz pierwszy zostało użyte przez Jima O'Neill w publikacji *Building Better Economic BRIC* z listopada 2001 r., a następnie zostało rozpowszechnione w 2003 r. dzięki ogłoszonej przez Goldman Sachs prognozie, z której wynikało, że do połowy XXI w. kraje te będą potęgami światowymi [Koniunktura międzynarodowa, 2012, s. 58].

do dziś trudno jest o jednoznaczną definicję kwitów depozytowych. Można je zdefiniować jako instrumenty finansowe wystawiane na rynku zagranicznym na podstawie akcji, obligacji lub innych papierów wartościowych podmiotu, które są notowane w kraju jego siedziby [Puszer, 2009, s. 284]. Kwity depozytowe to zbywalne dokumenty reprezentujące prawo własności papierów wartościowych, w szczególności akcji, które zostały dopuszczone do obrotu publicznego na zagranicznym rynku kapitałowym, właściwym dla siedziby spółki [Marszk, 2012, s. 245]. Giełda londyńska definiuje kwity depozytowe jako zbywalne papiery, które ucieleśniają prawo własności kapitału akcyjnego, a są emitowane przez podmioty zagraniczne. Na rynkach zagranicznych większość DR-ów jest oparta na akcjach, natomiast kwity bazujące na innych papierach wartościowych występują stosunkowo rzadko, dlatego przedmiotem zainteresowania niniejszego opracowania są kwity oparte na akcjach. DR jest wystawiany na rynku zagranicznym na bazie akcji notowanych na giełdzie w miejscu siedziby spółki, w związku z tym obydwie walory są ze sobą odpowiednio powiązane. Podstawowym warunkiem uczestnictwa przedsiębiorstw w programach emisji kwitów depozytowych na rynkach międzynarodowych jest ich obecność na giełdzie w kraju ich siedziby. Akcje będące podstawą wystawienia DR muszą być dopuszczone do obrotu na giełdzie krajowej. Spółki podejmujące decyzję o emisji kwitów powinny liczyć się z koniecznością spełnienia wymogów formalnoprawnych, które wynikają z krajowych przepisów prawa oraz przepisów obowiązujących w kraju emisji kwitów [Nawrot, 2008, s. 82-84].

DR umożliwiają nabywcom dostęp do kapitału akcyjnego spółki w sposób pośredni, poprzez bank depozytariusza. Nabywcom kwitów przysługują te same prawa majątkowe oraz korporacyjne, co nabywcom akcji. Wraz z rozwojem tego rynku powstawały różne rodzaje tego instrumentu. W ramach kryterium geograficznego wyróżnia się:

- narodowe kwity depozytowe, wprowadzane na dany rynek za aprobatą instytucji nadzorującej funkcjonowanie tego rynku; są przedmiotem obrotu na giełdzie tylko w danym kraju; przykładem są ADR, DDR, SDR;
- globalne kwity depozytowe (GDR), które uczestniczą w obrocie na dwóch lub kilku rynkach równocześnie, np. na rynku w USA i Europie [Nawrot, 2005, s. 37-39].

Ze względu na cel emisji, wyróżnia się dwa podstawowe programy kwitów. Jeden z nich zostaje podjęty w celu pozyskania nowych funduszy

na rynku zagranicznym i prowadzi do podwyższenia kapitału akcyjnego spółki poprzez nową emisję. Firma liczy na pozyskanie środków finansowych w większej ilości i na lepszych warunkach niż na rynku w kraju ich siedziby. Drugim sposobem jest wycofanie przez spółkę części akcji będących przedmiotem obrotu na giełdzie krajowej, zdeponowanie ich w banku powierniku i emisja na rynku zagranicznym odpowiadających akcjom kwitów. Celem takich emisji jest między innymi poszerzenie bazy inwestorów, ich dywersyfikacja lub ułatwienia inwestorom zagranicznym nabycia walorów na ich własnym rynku [Puszer, 2009, s. 285]. Ze względu na formę obrotu wyróżnia się kwity depozytowe:

- z emisji publicznej, które są skierowane do nieoznaczonego adresata i nieoznaczonej liczby adresatów, a emisje są standaryzowane różnymi przepisami oraz podlegają kontroli instytucji nadzorującej funkcjonowanie rynku kapitałowego w danym kraju;
- z emisji niepublicznej (prywatnej), które są adresowane do ograniczonej liczby adresatów i nie są rozpowszechniane w środkach masowego przekazu, a w celu zapoznania inwestorów z emisją sporządza się memorandum informacyjne.

Podział DR na podstawie rodzaju emisji pozwala wyróżnić:

- kwity z emisji niesponsorowanej – inwestor zagraniczny zgłasza się do biura maklerskiego działającego na danym rynku, składając zlecenie nabycia akcji danej spółki na giełdzie zagranicznej celem wyemitowania na ich podstawie kwitów; emisja i plasowanie wystawionych kwitów odbywa się w kraju siedziby inwestora, emisje te cieszą się coraz mniejszym zainteresowaniem;
- kwity z emisji sponsorowanej – emisja kwitów jest przeprowadzona na podstawie umowy wiążącej emitenta akcji z bankiem depozytowym; podstawą jest spełnienie przez emitenta akcji wymagań formalnoprawnych określonych przez prawo obowiązujące w kraju emisji kwitów; może ona prowadzić do podwyższenia kapitału poprzez nową emisję akcji oraz może się odbywać na podstawie już istniejących akcji [Nawrot, 2005, s. 42-43].

Kryterium poziomu emisji dotyczy tylko sponsorowanych Amerykańskich Kwitów Depozytowych (ADR), w ramach których wyróżnia się trzy poziomy emisji. Emisja pierwszego poziomu jest przeznaczona dla spółek niespełniających wymogów SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) w zakresie rejestracji papierów i raportowania, a kwity mogą być przedmiotem handlu wyłącznie na platformach pozagiełdo-

wych. Drugi i trzeci poziom emisji ADR wiąże się z koniecznością rejestracji papierów w SEC i spełnienia wszystkich amerykańskich wymogów prawnych, w szczególności dotyczących publikowania w odpowiednich okresach sprawozdań finansowych zgodnie ze standardami amerykańskimi [McLeavy, Solnik, 2009].

Obecnie na światowym rynku DR można wyróżnić dwa wiodące centra: rynek amerykański i rynek brytyjski. Pozostałe centra mają marginalne znaczenie. ADR są przedmiotem obrotu na rynku amerykańskim, GDR zdominowały rynek brytyjskich, również w Europie obrotu nimi dokonuje się m.in. w Luksemburgu, Frankfurtu, Wiedniu, Berlinie. Jednak pomimo różnorodności kwitów depozytowych ich podstawową rolą jest umożliwienie spółkom z krajów mniej rozwiniętych pozyskanie kapitału o niższym koszcie na rynku międzynarodowym.

2. Aktywność spółek krajów BRIC na rynku kwitów depozytowych

Kwity depozytowe są znane niemalże już od stu lat, jednak szczególny wzrost zainteresowania ich emisją ma miejsce od lat 90. XX w. Od tego okresu dynamicznie wzrasta liczba programów oraz wartość pozyskiwanego tą drogą kapitału. W ostatnich latach bardzo aktywnymi uczestnikami rynku kwitów depozytowych są kraje BRIC. Łączna wartość kwitów depozytowych znajdujących się w obrocie na międzynarodowych rynkach na koniec 2012 r. wyniosła 2,79 bln USD oraz ponad 157 mld kwitów². Większość stanowiły ADR (notowane na NYSE oraz NASDAQ), następnie GDR (notowane na giełdzie londyńskiej i luksemburskiej), a pozostała część przypadała na inne kwity depozytowe (notowane na innych giełdach lub rynkach pozagiełdowych).

Biorąc pod uwagę obroty kwitami depozytowymi w latach 2011–2012, można zauważyć dominację spółek z krajów BRIC (zob. tab. 1).

Według danych na 31 grudnia 2012 r. na świecie znajdowały się w obrocie kwity depozytowe 3 678 spółek (w większości wyemitowane w ramach emisji sponsorowanych). Najwięcej spółek pochodziło z Indii (331, wszystkie emisje sponsorowane) oraz Chin (279). Wysoko w ratingu znalazła się także Rosja (189 spółek) oraz Brazylia (140 spółek w ramach emisji sponsorowanej), co pokazuje, jak duże jest znaczenie spółek z krajów BRIC na tym rynku.

² Dane dotyczące rynku kwitów depozytowych w tym podrozdziale zostały przedstawione na podstawie [The Depositary Receipt Markets..., różne lata].

Tablica 1. Obroty kwitami depozytowymi spółek krajów BRIC w latach 2011–2012

		ogółem	Brazylia	Rosja	Indie	Chiny
2011	wolumen obrotów (mld szt.)	175,1	31,2	33,4	3,3	19,4
	wartość obrotu (w USD)	3,8 bln	689,3 mld	505,0 mld	94,4 mld	553,2 mld
2012	wolumen obrotów (mld szt.)	157,0	28,74	34,04	4,72	12,1
	wartość obrotu (w USD)	2,79 bln	500,0 mld	446,07 mld	69,8 mld	313,8 mld

Źródło: [The Depositary Receipt Markets..., różne lata].

Omawiając rynek kwitów depozytowych, warto zwrócić uwagę na fakt, że spółki, dla których wartość kwitów depozytowych była najwyższa, pochodziły przede wszystkim z krajów BRIC (zob. tab. 2).

Tablica 2. Spółki (w tym z krajów BRIC) z najwyższą wartością kwitów depozytowych (stan na dzień 31.12.2012 r.)

spółka	kraj pochodzenia	wartość kwitów depozytowych (mld USD)
Royal Dutch Shell	Holandia	42,0
BP	Wielka Brytania	36,0
Lukoil	Rosja	35,0
Petrobras	Brazylia	35,0
Gazprom	Rosja	33,0
Baidu	Chiny	32,0
Vodafone Group	Wielka Brytania	28,0
Teva Pharmaceutical	Izrael	29,0
America Movil	Meksyk	21,0
Novartis	Szwajcaria	19,0
GlaxoSmithKline	Wielka Brytania	19,0
Taiwan Semi	Tajwan	17,0
Vale	Brazylia	13,0
Itan Unibanco	Brazylia	13,0
Sberbank	Rosja	11,0

spółka	kraj pochodzenia	wartość kwitów depozytowych (mld USD)
Norilsk Nickel	Rosja	10,0
Rosneft	Rosja	9,0
ICIC Bank	Indie	6,0
China Mobile	Chiny	5,0

Źródło: [The Depositary Receipt Markets..., 2013].

Warto zauważyć, że w czołówce największych emitentów z krajów BRIC znajduje się niewiele spółek z Chin, co jest spowodowane coraz większą popularnością giełdy w Hong Kongu wśród chińskich podmiotów, a to z kolei przyczynia się do spadku zainteresowania kwitami depozytowymi. Gdy bierze się pod uwagę wartości obrotów kwitami depozytowymi, coraz bardziej widać dominację spółek z krajów BRIC. Całkowita wartość obrotów kwitami na świecie na koniec 2012 r. wyniosła 3,3 bln USD. Ponad 80% wartości handlu dotyczyła ADR, wśród których największy wolumen obrotów zanotowały spółki z krajów BRIC (zob. tab. 3). Wśród kwitów depozytowych notowanych na pozostałych giełdach (przede wszystkim na giełdzie londyńskiej i luksemburskiej) najwyższe pozycje zajęły spółki rosyjskie (zob. tab. 4), natomiast na rynku pozagiełdowym jedynie jedna spółka rosyjska znalazła się wśród spółek z największym wolumenem obrotów (Gazprom – wartość obrotu 2,5 mld USD, wolumen obrotów 0,24 mld szt.).

Tablica 3. Spółki z krajów BRIC z największą wartością i wolumenem obrotów na giełdach amerykańskich (stan na dzień 31.12.2012 r.)

spółka	kraj pochodzenia	giełda	wartość obrotu (mld USD)	wolumen obrotów (mld szt.)
Baidu	Chiny	NASQAD	157,0	1,3
Vale	Brazylia	NYSE	94,5	4,7
Petrobras	Brazylia	NYSE	82,5	3,6

Źródło: [The Depositary Receipt Markets..., 2013].

Tablica 4. Spółki z krajów BRIC z największą wartością i wolumenem obrotów na pozostałych giełdach (stan na dzień 31.12.2012 r.)

spółka	kraj pochodzenia	giełda	wartość obrotu (mld USD)	wolumen obrotów (mld szt.)
Gazprom	Rosja	LSE	98,9	9,3
Lukoil	Rosja	LSE	61,1	1,0
Sberbank	Rosja	LSE	56,8	4,8
Rosneft	Rosja	LSE	35,1	5,0
Norilsk Nickel	Rosja	LSE	26,5	1,5

Źródło: [The Depository Receipt Markets..., 2013].

Największą liczbę operacji emisji kwitów depozytowych spółki przeprowadziły na giełdzie w Luksemburgu. Właśnie ten rynek szczególnie upodobały sobie spółki indyjskie, np. Aksh Optifibre, Ashco Niulab Industries, B.A.G Films & Media, Bhoruka Aluminium, Birla Cotsyn, Birla Power Solutions, Birla Shloka Edutech, Chromatic India, Cox and Kings, Farmax India, Glory Polyfilms, Hiran Orgochem, Jupiter Bioscience, KBS Capital Management, Kemrock Industries and Exports, Nakoda, Nectar Lifesciences, Nissan Copper, Nu Tek India, Rainbow Papers, Resurgere Mines & Minerals India, S.E. Investments, SEL Manufacturing, Southern Ispat & Energy, Surya Pharmaceutical, Syncom Healthcare, Teledata Technology Solutions, Tulsi Extrusions, Zenith Birla. Jedna spółka indyjska wyemitowała kwity na Singapore Exchange. Spółki z Chin szczególnie upodobały sobie rynek amerykański. Na giełdzie NASDAQ emisji kwitów depozytowych dokonały między innymi następujące podmioty z Chin: AutoNavi, Bona Film Group, Charm Communications, China Lodging, ChinaCache, Global Education & Technology, HiSoft Technology International, Kingtone Wirelessinfo Solution, Le Gaga Holdings, Mecox Lane, Rda Microelectronics, SinoTech Energy, Sky mobi; natomiast na New York Stock Exchange: Ambon, Bitauto, Camelot Information Systems, China Hydroelectric, China Kanghui, China Ming Yang Wind Power, China New Borun, China Xiniya Fashion, Country Style Cooking Restaurant, Daqo New Energy, E-Commerce China Dangdang, IFM Investments, iSoftStone, JinkoSolar, Lentuo International, Noah Holdings, ShangPharma, SouFun Holdings Sylwin, TAL Education, Xueda Education. Najwięcej emisji na giełdzie londyńskiej dokonały spółki z Rosji, między innymi: Gazprom, Lukoil, Sberbank, Rosneft, RusHydro,

O'Key Group. Ponadto można wskazać na fakt, że odbyła się także pierwsza w historii emisja kwitów depozytowych przez spółki z krajów BRIC na giełdzie: w Paryżu (spółka rosyjska – United Company Rusal), we Frankfurcie na Menem (spółka rosyjska – IBS Group), Hongkongu (spółka z Brazylii – Vale).

Prognozowanie dalszej sytuacji na rynku kwitów depozytowych w okresie dużej niepewności (kraje BRIC wciąż odczuwają skutki globalnego kryzysu finansowego) jest niezmiernie trudne. Dane zawarte w tabeli 1. wskazują na to, że już w 2012 r. nastąpił spadek zainteresowania tą formą finansowania. Jednak należy oczekiwać, że spółki z krajów BRIC, których tempo wzrostu gospodarczego jest dość wysokie, będą wykorzystywały ten rynek do pozyskiwania kapitału, ponieważ rynki finansowe (w tym rynek akcji) są nadal stosunkowo słabo rozwinięte.

3. Pozytywne i negatywne aspekty związane z pozyskaniem kapitału na rynku kwitów depozytowych

W wyniku postępującego procesu globalizacji, liberalizacji, integracji rynków finansowych oraz dynamicznego rozwoju technologii informatycznych spółki z krajów BRIC mają możliwość pozyskania kapitału obok rynku krajowego również na rynku międzynarodowym. Rynki finansowe krajów BRIC (w tym rynki akcji) są bardzo zróżnicowane, w związku z tym spółki w różnym zakresie mogą korzystać z rozmaitych możliwości pozyskiwania kapitału. Cechą charakterystyczną rynku Brazylii jest przewaga emisji akcji nad sektorem kredytów bankowych w strukturze źródeł finansowania. Aktywność spółek pozyskujących kapitał na brazylijskim rynku akcji jest wciąż niska (i nadal maleje), jest również niższa niż przed kryzysem (świadczy o tym IPO¹ – zob. tab. 5), a rynek ten pozostaje nadal ważnym elementem brazylijskiej gospodarki. Należy podkreślić, że większość IPO była związana z procesami prywatyzacyjnymi, a najwięcej środków pozyskują spółki surowcowe i przemysłowe. Kredyty bankowe nie stanowią głównego źródła finansowania przedsiębiorstw – wartość udzielonych kredytów stanowiła w 2011 r. zaledwie 49% PKB. Rynek brazylijski cechuje się niską dynamiką akcji kredytowej, a dodatkowo spowolnienie gospodarcze w 2011 r. przyczyniło się do wzrostu kredytów zagrożonych, co z jednej strony odstraszało kredytobiorców od zaciągania nowych pożyczek, a z drugiej strony prowadziło do zaostrzenia polityki kredytowej przez banki. Należy podkreślić, że Brazylia ma najwyż-

¹ IPO (Initial Public Offering) – pierwsza oferta publiczna, wiąże się z wprowadzeniem po raz pierwszy akcji spółki do obrotu giełdowego

szą stopę procentową realną (po potrąceniu inflacji) na świecie, poza tym obserwuje się w tym kraju znaczny proces koncentracji kredytów w pięciu największym bankach (w 2011 r. banki te udzielały 75% kredytów) [Pereira da Silva i inni, 2012, różne strony].

Struktura źródeł finansowania spółek z Rosji jest zbliżona do struktury źródeł finansowania spółek brazylijskich, z przewagą rynku akcji. Wartość emisji akcji na pierwotnym rynku akcji w Rosji jest bardzo niska, na koniec 2012 r. wartość ofert wyniosła 7538 mln EUR, a liczba ofert 70 [www.pwc.pl]. Dane dotyczące wartości IPO przeprowadzonych na rosyjskich giełdach nie pokazują pełnego obrazu, gdyż akcje niektórych z największych spółek notowane są na giełdzie londyńskiej. W rosyjskim sektorze bankowym ma miejsce konsolidacja aktywów, głównie wokół podmiotów państwowych. Rząd rosyjski w zamian za wsparcie tego sektora (przede wszystkim w czasie kryzysu) nalega na zwiększenie kredytowania przedsiębiorstw (ale z wybranych branż, np. sektora wojskowo-przemysłowego, rolnictwa, sektora budowlanego, samochodowego, korporacji państwowych). Pomimo tego następuje bardzo powolny przyrost kredytowania. Poza tym należy podkreślić, że kredytodawcy (banki krajowe) usztywniły wobec nich swoje wymagania w procesie udzielania kredytów. Także banki zagraniczne, w dużym zakresie finansujące duże rosyjskie korporacje, zaostrzyły wymagania w stosunku do rosyjskich firm i ich zdolności kredytowej, w wyniku czego rosyjskie firmy mogły pozyskiwać znacznie mniejsze kapitały [Wiśniewska i inni, 2010, s. 15].

W Indiach kapitalizacja rynku akcji jest wyższa od wartości udzielonych kredytów, co może wynikać ze znacznie dłuższej historii rynku giełdowego (giełda w Bombaju jest najstarszą w całej Azji) oraz wprowadzonych reform, mających poprawić przejrzystość rynku. Pod względem IPO (zob. tab. 5) rynek ten znacznie odbiega od rynków pozostałych krajów BRIC. Dostęp do kredytów bankowych mają przedsiębiorstwa posiadające zdolność do generowania dochodów, ponieważ banki w zakresie polityki kredytowej utrzymują, że najlepszym zabezpieczeniem kredytu jest zdolność generowania dochodów przez kredytobiorców. Zakazem objęte jest stosowanie przez banki złożonych instrumentów finansowych, jakimi są produkty ustrukturyzowane. Rynek kredytowych instrumentów pochodnych jest we wczesnej fazie rozwoju. Ciekawym zjawiskiem w Indiach jest substytucja kredytu bankowego przez fundusze dłużne – banki indyjskie zwiększają inwestycje w takie fundusze in-

westycyjne, a te z kolei inwestują w korporacyjne instrumenty dłużne, w ten sposób finansując przedsiębiorstwa niefinansowe. Konsekwencją tego był spadek popytu na kredyt (przyczynił się do niego również spadek cen surowców na rynku międzynarodowym), którego rezultatem był spadek wzrostu tempa kredytu w 2009 r. Spadek akcji kredytowej banków nastąpił w przypadku przemysłu oraz sektora usług, natomiast wzrost odnotowano dla rolnictwa i branż z nim powiązanych (w okresie lipiec 2008 r. – lipiec 2009 r. wzrost z 14,9% do 29,1%). Obniżenie wzrostu kredytów po 2010 r. jest skutkiem pogarszającej się sytuacji w indyjskiej gospodarce, skutkującej zmniejszeniem popytu na kredyty we wszystkich sektorach. Dodatkowo wzrosła wśród banków awersja do ryzyka i w rezultacie banki zaczęły preferować inwestycje w rządowe papiery wartościowe, zamiast angażować się w obciążoną ryzykiem akcję kredytową [Annual Report, różne lata].

Chiński system finansowy charakteryzuje się silną rolą partii rządzącej, mającej dominujący wpływ na politykę kredytową banków oraz procesy zachodzące na rynkach kapitałowych. Najważniejszym źródłem finansowania są kredyty bankowe, często udzielane na warunkach preferencyjnych. Na rynkach kapitałowych występują liczne problemy, z których najważniejsze to bariery w dostępie dla inwestorów zagranicznych i niedostateczny nadzór nad rynkiem, skutkujący na przykład skandalami związanymi z wykorzystaniem informacji poufnych. Pomimo wspomnianych 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 stały się światowym liderem pod względem IPO [Marszk, 2012, s. 242-244].

Tablica 5. IPO wybranych krajów BRIC

	Brazylia	Indie	Chiny
wartość pozyskanego kapitału (mld USD)			
2009	13,1	4,1	52,5
2010	6,4	8,3	129,8
2011	4,4	1,2	68,4
liczba ofert			
2009	6	20	159
2010	11	63	440
2011	11	39	361

Źródło: [Global IPO..., 2012].

Analiza sytuacji chińskiego rynku kredytowego jest trudna, należy bowiem zwrócić uwagę na to, że system finansowy w ogóle, w tym i instytucje finansowe, są regulowane i kontrolowane przez bank centralny oraz podlegają wpływowi politycznym. Bank centralny w okresie globalnego kryzysu finansowego zasugerował, aby banki wzmocniły monitoring kredytów oraz analizę danych dotyczących kredytów, szczególnie w przypadku podmiotów obciążonych wysokim ryzykiem. Udzielając kredytów, banki powinny zwracać uwagę m.in. na problem relacji między ryzykiem a koniecznością finansowania wzrostu gospodarczego, wypełniać wymogi dotyczące adekwatności kapitałowej i koncentracji kredytów [www.pbc.gov.cn, dostęp dnia 13.07.2013]. Trzeba jednak zauważyć, że większa część kredytów bankowych jest kierowana do państwowych przedsiębiorstw, a jedynie niewielka do sektora prywatnego. Poważnym problemem pozostaje fakt, że decyzje o udzieleniu kredytu mają często charakter polityczny, nie są oparte na ocenie zdolności kredytowej podmiotu, a nawet mogą mieć charakter korupcyjny.

Pomimo różnych rozmiarów rynków finansowych w krajach BRIC rynki te (a przede wszystkim rynki akcji) są popularną formą pozyskiwania kapitału. Jednak rynki akcji w tych krajach są stosunkowo słabo rozwinięte, poza tym wprowadzenie przez banki bardziej rygorystycznej polityki kredytowej sprawia, że spółki poszukują alternatywnych form podwyższenia kapitałów własnych na rynkach międzynarodowych.

Rynek kwitów depozytowych dysponuje znacznie większymi kapitałami aniżeli mniejsze krajowe rynki akcji, co oznacza, że można na nim pozyskać fundusze o większych wartościach, ponieważ z reguły nie występują na nim szczególne ograniczenia prawne, np. dotyczące wielkości programu emisji, a poza tym źródła kapitału spółek są bardziej zdwersyfikowane. Często podmioty z krajów BRIC decydują się na połączenie emisji akcji na giełdzie krajowej i jednej z giełd zagranicznych (np. spółki rosyjskie). Podmioty korzystające z międzynarodowego rynku mogą pozyskać kapitał na korzystniejszych warunkach niż na rynku krajowym przy jego ograniczonych zasobach. Koszt pozyskania kapitału na tym rynku może okazać się niższy od kosztu na rynku krajowym w związku z większą konkurencyjnością oraz odmiennym traktowaniem w systemach podatkowych różnych krajów elementów kształtujących wielkość przepływów pieniężnych. O zainteresowaniu rynkiem kwitów depozytowych decyduje także dostęp do ogromnej liczby zagranicznych potencjalnych inwestorów instytucjonalnych dysponujących poważnymi za-

sobami finansowymi oraz jego wysoka płynność i przejrzystość. Poza tym warto wskazać na fakt, że dywersyfikacja bazy właścicielskiej zmniejsza ryzyko przejścia na niekorzystnych warunkach na rynku krajowym oraz polepsza reputację spółki, ponieważ staje się ona bardziej rozpoznawalna na rynku międzynarodowym, dzięki czemu poprawia lub umacnia się wizerunek firmy w oczach klientów i kontrahentów na rynku krajowym i zagranicznym. Emisja na rynku zagranicznym świadczy o tym, że spółka spełniła rygorystyczne wymogi organizacyjno-prawne stawiane przez organy nadzorcze oraz że podlega wymogowi transparentności pod względem informacyjnym i tym samym staje się w ocenie dawców kapitału mniej ryzykowna. Kolejnym aspektem, na który należy zwrócić uwagę przy pozyskiwaniu kapitału przez emisję kwitów depozytowych, jest umożliwienie obrotu tymi instrumentami na rozwiniętych, płynnych rynkach z dobrze ukształtowanymi instytucjami i regulacjami. Szczególnie istotne jest to dla spółek z krajów rozwijających się, ponieważ rynki akcji w krajach macierzystych są często omijane przez inwestorów obawiających się nadmiernego ryzyka oraz wysokich kosztów transakcyjnych, a poprzez nabywanie papierów nominowanych w macierzystej dla nich walucie inwestorzy unikają też ryzyka wynikającego ze zmienności kursu walutowego [McLeavy, Solnik, 2009, s. 192-193].

Omawiając możliwość pozyskania funduszy na rynku kwitów depozytowych, należy także zwrócić uwagę na pewne negatywne aspekty. Jednym z nich jest konieczność ponoszenia stosunkowo dużych kosztów związanych z wprowadzaniem podmiotu na rynek międzynarodowy. Zaliczyć do nich można: koszty związane przygotowaniem, przeprowadzeniem i uplasowaniem na przykład emisji kwitów na tym rynku, koszty doradztwa finansowo-prawnego, przygotowania i dystrybucji przez syndyków prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, przygotowania dokumentacji związanej z rejestrowaniem emisji i inne. Poza tym spółka zamierzająca pozyskać fundusze na rynku międzynarodowym często jest zobowiązana do spełnienia szeregu wymogów formalnoprawnych, które wynikają z przepisów prawnych obowiązujących w kraju siedziby, jak również z norm prawnych kraju, w którym pozyskuje kapitał. Zagrożeniem jest również ryzyko kursowe wynikające z wahań kursów walut, ryzyko stopy procentowej, a także ryzyko polityczne i niewłaściwego wykorzystania informacji finansowych ujawnianych przez podmiot.

Zakończenie

Upowszechnienie programów kwitów depozytowych oraz konkurencja między giełdami sprawia, że instrumenty te stają się łatwym oraz coraz mniej kosztownym źródłem pozyskania funduszy. Doświadczenia krajów BRIC wskazują na to, że ich spółki doceniają to źródło finansowania. W ostatnich latach można zaobserwować wzrost aktywności przedsiębiorstw z tych krajów na rynku kwitów depozytowych – dominują pod względem liczby i wartości transakcji oraz wartości kwitów znajdujących się w obrocie. Spółki krajów BRIC emitują kwity depozytowe zarówno na rynku amerykańskim, jak i na rynku europejskim z kilku podstawowych powodów. Emisje kwitów umożliwiają dostęp do szerokiego grona inwestorów, a co się z tym wiąże – pozwalają pozyskać kapitał z rynku zagranicznego. Poza tym istotny jest także fakt, że chcą one zaistnieć na rynkach zagranicznych i współzawodniczyć z innymi zagranicznymi przedsiębiorstwami oraz pozyskać nowych nabywców dla swoich towarów i usług. Równocześnie warto także podkreślić, że osiągnięcie wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego w krajach BRIC nie byłoby możliwe bez odpowiedniego finansowania działalności spółek – rynki akcji w tych krajach są słabiej rozwinięte, co utrudnia podwyższenie kapitału własnego przy wykorzystaniu źródeł krajowych, więc spółki poszukują funduszy na rynkach międzynarodowych.

Literatura

1. Annual Report, Reserve Bank of India, różne lata.
2. Global IPO Trends 2012, Ernst & Young, London.
3. IPO Watch Europe (2013), www.pwc.pl, dostęp dnia 12.05.2013.
4. Koniunktura międzynarodowa (2012), NBP, Warszawa.
5. Marszk A. (2012), *Emisja kwitów depozytowych jako źródła finansowania przedsiębiorstw z krajów BRIC*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Gdańskiego. Zarządzanie i Finanse”, nr 1/1, s. 242-247.
6. McLeavey D., Solnik B. (2009), *Global Investment*, Pearson Prentice Hall, New York.
7. Nawrot W. (2005), *Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych*, CeDeWu, Warszawa.
8. Nawrot W. (2008), *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CeDeWu, Warszawa.
9. Pereira da Silva L.A., Soares Sales A. and Piazza Gaglianone W. (2012), *Financial Stability in Brazil*, Banco Central do Brasil.

10. Puszer B. (2009), *Polskie podmioty prywatne na międzynarodowym rynku kapitałowym*, [w:] *Procesy globalizacji, internacjonalizacji i integracji w warunkach współczesnej gospodarki światowej. Wybrane problemy, tom 2*, red. T. Sporek, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice.
11. The Depositary Receipt Market 2009. Yearbook (2010), Bank of New York Mellon, New York.
12. The Depositary Receipt Market 2010. Yearbook (2011), Bank of New York Mellon, New York.
13. The Depositary Receipt Market 2011. Yearbook (2012), Bank of New York Mellon, New York.
14. The Depositary Receipt Market 2012. Yearbook (2013), Bank of New York Mellon, New York.
15. Wiśniewska I., Dubas A., Rogoża J. (2010), *Rosja w kryzysie: rok pierwszy*, Ośrodek Studiów Wschodnich, Warszawa.
16. www.pbc.gov.cn, dostęp dnia 12.05.2013.
17. www.pwc.pl/pl/ipo-watch-europe/index.jhtm, dostęp dnia 30.05.2013.

Streszczenie

Kraje BRIC (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny) w ostatnich latach odgrywają istotną rolę w gospodarce światowej. Są przykładem państw szybkiego wzrostu gospodarczego oraz rosnącego udziału w tworzeniu światowego PKB. Kraje BRIC cechuje różnorodność struktur finansowania oraz niski poziom rozwoju rynków akcji. W związku z tym spółki z krajów BRIC decydują się pozyskiwać kapitał na rynku międzynarodowym przez emisję kwitów depozytowych w różnych odmianach, którymi handluje się na rynkach giełdowych i pozagiełdowych. Większość kwitów depozytowych krajów BRIC jest emitowana na rynku amerykańskim (NYSE, NASDAQ) i europejskim (Londyn, Luksemburg). Spółki z krajów BRIC na tym rynku dominują pod względem liczby transakcji i wartości kwitów depozytowych znajdujących się w obrocie.

Słowa kluczowe

kraje BRIC, kwity depozytowe, IPO

Depositary Receipt as a Financing Instrument for Companies from BRIC countries (Summary)

BRIC countries (Brazil, Russia, India, China) played an important role in the global economy in the recent years. Countries are an example of rapid economy growth and increasing participation in the creation of the world's GDP. BRIC countries are characterized by a variety of financing structures and the low level

of development of the equity markets. Therefore, the companies from BRIC countries decide to raise capital on the international market through the issue of depository receipts. The most of depository receipts BRIC countries is issued in the United State (NYSE, NASDAQ) and Europe (London, Luxemburg). Issuers from BRIC countries dominate today on the global depository receipt markets, accounting for the majority of trading value and trading volume.

Keywords

BRIC, depository receipts, IPO

