

---

A N N A L E S  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLIX, 4

SECTIO H

2015

---

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń

BLANDYNA ANNA PUSZER

blandyna.puszer@ue.katowice.pl

*Kwity depozytowe jako instrument finansowania  
przedsiębiorstw krajów Next 11*

---

Depositary Receipt as a Financing Instruments for Companies from Next 11 Countries

**Słowa kluczowe:** Next 11, kwity depozytowe

**Keywords:** Next 11, depositary receipt

**Kod JEL:** G150

## Wstęp

Początek XXI w. to spektakularny wzrost znaczenia krajów *emerging markets* w gospodarce światowej. Szczególnym przykładem szybkiego wzrostu oraz rosnącego udziału w tworzeniu światowego PKB są: Bangladesz, Egipt, Indonezja, Iran, Pakistan, Filipiny, Meksyk, Nigeria, Korea Południowa, Turcja i Wietnam, nazywane krajami Next 11 (N-11)<sup>1</sup>. N-11 jest uważana za grupę państw, które rozpoczną następny cykl wzrostu rynków wschodzących. Przemawiać za tym mogą m.in. takie czynniki, jak zdywersyfikowane i dynamicznie rozwijające się gospodarki, coraz bardziej otwarte rynki i zwiększone zainteresowanie inwestorów zagranicznych, dobra sytuacja demograficzna, szybki rozwój ich rynków wewnętrznych i korzystne

---

<sup>1</sup> Określenie Next 11 po raz pierwszy zostało użyte w 2005 r. przez Jima O’Neilla, a następnie rozpowszechnione przez Goldman Sachs. Grupa ta została powołana dla celów analitycznych, ale dopiero w 2011 r. Goldman Sachs utworzył fundusz inwestujący w akcje z tych rynków.

perspektywy wzrostu gospodarczego. Grupa N-11 jest bardzo silnie zróżnicowana, są w niej kraje z potęgą technologiczną (Korea Południowa), gospodarki aspirujące do awansu do rozwiniętego świata, biedne kraje uzyskujące przewagę konkurencyjną dzięki bardzo taniej sile roboczej oraz państwa bardzo niestabilne politycznie i zagrożone wojną (Iran, Pakistan), natomiast Meksyk oraz Turcja to również największe i najbardziej płynne rynki kapitałowe tej grupy.

Wielu ekspertów uważa i równocześnie oczekuje, że przez najbliższe pół wieku wśród krajów rynków rozwijających się Next 11 będą nadawać tempo i kierunek światowej gospodarce. Zgodnie z założeniami O’Neilla najlepszy w „jedenastce” będzie Meksyk. W 2050 r. stanie się szóstą gospodarką świata, a Korea Południowa będzie rozwijać się porównywalnie [Waligóra, 2012, s. 190]. Należy jednak podkreślić, że rozwój gospodarczy tych krajów nie byłby możliwy bez zapewnienia przedsiębiorstwom wystarczających środków finansowych przez system bankowy oraz rynki kapitałowe. Kraje N-11 cechuje różnorodność struktur finansowania przedsiębiorstw, z odmiennymi proporcjami udziału kapitałów własnych i obcych, a wiele podmiotów z tych krajów decyduje się na pozyskanie kapitału na rynku międzynarodowym (w tym kwitów depozytowych).

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie istoty emisji kwitów depozytowych i roli tego źródła finansowania przedsiębiorstw z krajów N-11 oraz zaprezentowanie obecności podmiotów prywatnych krajów N-11 na tych rynkach i zwrócenie uwagi na motywy, korzyści i negatywne aspekty związane z emisją walorów firm na rynku kwitów depozytowych. Należy podkreślić, że z uwagi na ograniczoną objętość opracowania poruszono jedynie niektóre kwestie i zasygnalizowano wybrane problemy.

## 1. Kwity depozytowe – wybrane zagadnienia

Jednym z najbardziej rozpowszechnionych instrumentów emitowanych za granicą i wprowadzanych do obrotów giełdowych lub pozagiełdowych na tamtejszych rynkach należą kwity depozytowe (*depository receipts – DR*). Na rynkach zagranicznych większość DR-ów jest oparta na akcjach, natomiast bazujące na innych papierach wartościowych występują stosunkowo nielicznie, dlatego przedmiotem zainteresowania w tym artykule są kwity oparte na akcjach. DR to negocjowany certyfikat poświadczający własność akcji zagranicznej spółki z kraju innego niż ten, w którym kwitem się obraca, kwotowany w walucie kraju emisji oraz podlegający regulacjom prawnym tego kraju [Liberadzki, 2012, s. 147]. DR rozumiany jest także jako zbywalny certyfikat wyemitowany przez bank powierniczy działający na rynku docelowym, na który pragnie wejść spółka zagraniczna. Są emitowane w powiązaniu z wyemitowanymi wcześniej akcjami tej spółki, znajdującymi się w obrocie na rynku lokalnym. Zostają one nabyte przez lokalnego brokera, a następnie zdeponowane i zablokowane w lokalnym banku (bank powiernik), który instruuje bank z rynku

docelowego (bank depozytowy), że akcje są zablokowane i można pod nie emitować kwity [Piókarz, 2013, s. 136]. 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. Kwity depozytowe umożliwiają nabywcom dostęp do kapitału akcyjnego spółki w sposób pośredni, przez bank depozytariusza. Nabywcom kwitów przysługują te same prawa majątkowe i korporacyjne, co nabywcom akcji. Każdy DR reprezentuje określoną liczbę akcji bazowych notowanych w kraju emitenta i denominowanych w walucie kraju emitenta [Puszer, 2013, s. 358]. Na rynku kwitów depozytowych można spotkać się z ich różnymi rodzajami, co przedstawia tab. 1.

Tab. 1. Kryteria klasyfikacji kwitów depozytowych

| Kryterium     | Rodzaj kwitów       | Charakterystyka  |
|---------------|---------------------|--|
| Geograficzne  | Narodowe            | Wprowadzane na dany rynek za aprobatą instytucji nadzorującej funkcjonowanie tego rynku, są przedmiotem obrotu tylko w tym kraju, przykładem są ADR, DDR, SDR. Do najpopularniejszych należą ADR, które dzielą się na cztery kategorie: ADR Level I – rynek pozagiełdowy, bez rejestracji w SEC, dopuszczalna tylko publiczna emisja już istniejących akcji; ADR Level II – główne rynki giełdowe USA (np. NYSE), konieczna rejestracja w SEC, amerykańskie standardy księgowo GAAP, dopuszczalna tylko publiczna emisja już istniejących akcji; ADR Level III – jak wcześniejsze, przeznaczony dla nowych emisji akcji; tzw. Reguła 144A – bez konieczności rejestracji w SEC, wymóg przeprowadzenia nowej emisji prywatnej akcji, trafiają na zautomatyzowany tzw. Rynek PORTAL. |
|               | Globalne            | Uczestniczą w obrocie na dwóch lub kilku rynkach równocześnie, np. na rynku w USA i Europie.   |
| Rodzaj emisji | Sponsorowana        | 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 przez nową emisję akcji oraz może się odbywać w oparciu o już istniejące akcje.   |
|               | Niesponsorowana     | 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.   |
| Forma obrotu  | Z emisji publicznej | Skierowane są do nieoznaczonego adresata i nieoznaczonej liczby adresatów, a emisje są standaryzowane różnymi przepisami i podlegają kontroli instytucji nadzorującej funkcjonowanie rynku kapitałowego w danym kraju.   |
|               | Z emisji prywatnej  | Adresowane do ograniczonej liczby adresatów, nie są rozpowszechniane w środkach masowego przekazu, a w celu zapoznania inwestorów z emisją sporządza się memorandum informacyjne.  |

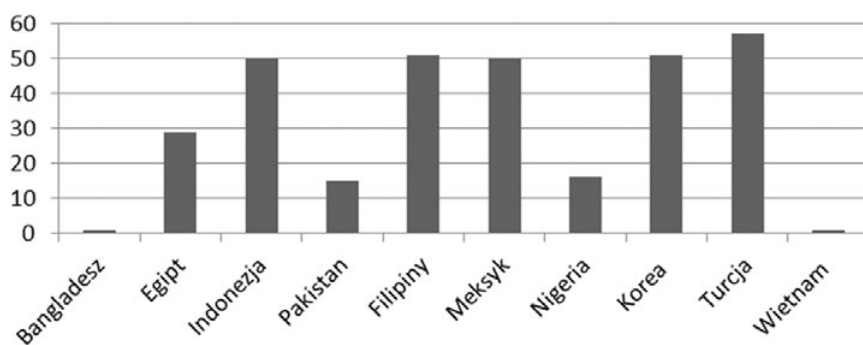
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Puszer, 2013, s. 358].

Spółki emitują kwity w celu pozyskania nowego kapitału na rynku zagranicznym, co prowadzi do podwyższenia kapitału akcyjnego spółki; liczą na pozyskanie środków finansowych w większej ilości i na lepszych warunkach niż na rynku krajowym. Poza tym spółka może wycofać część akcji będących przedmiotem obrotu

na giełdzie krajowej, zdeponować w banku powierniku i dokonać emisji na rynku zagranicznym. Celem takich emisji jest m.in. poszerzenie bazy inwestorów, ich dywersyfikacja lub ułatwienie inwestorom zagranicznym nabycia walorów na ich własnym rynku [Puszer, 2009, s. 285].

## 2. Aktywność spółek krajów Next 11 na rynku kwitów depozytowych

Kwity depozytowe (DR) są znane niemalże od wieku, jednak szczególny wzrost zainteresowania ich emisją ma miejsce od lat 90. XX w. Od tego czasu dynamicznie wzrasta liczba programów oraz wartość pozyskiwanego tą drogą kapitału. Na koniec pierwszej połowy 2011 r. całkowita wartość kwitów depozytowych znajdujących się w obrocie na światowych rynkach wyniosła 1,3 bln USD. Natomiast łączna wartość kwitów depozytowych znajdujących się w obrocie na międzynarodowych rynkach na koniec 2014 r. wyniosła 3,3 bln USD oraz ponad 159 mld kwitów<sup>2</sup>. Większość stanowiły ADR-y (notowane na NYSE oraz NASDAQ), następnie GDR-y (notowane na giełdzie londyńskiej i luksemburskiej), a pozostała część przypadała na inne kwity depozytowe (notowane na innych giełdach lub rynkach pozagiełdowych). Według danych na dzień 31 grudnia 2014 r. na świecie znajdowały się w obrocie kwity depozytowe 3745 spółek (w większości wyemitowane w ramach emisji sponsorowanych). W ostatnich latach bardzo aktywnymi uczestnikami rynku kwitów depozytowych są spółki z wybranych krajów N-11. Na koniec 2014 r. znajdowały się w obrocie kwity 321 spółek (rys. 1), co stanowi udział w rynku w wysokości 8,57%. Jedynym krajem z N-11, który nie dokonał żadnej emisji jest Iran, a stało się tak ze względu na rygorystyczne regulacje prawne.



Rys. 1. Liczba spółek na rynku kwitów depozytowych grupy N-11 (stan na dzień 30 kwietnia 2015 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.adrbnymellon.com].

<sup>2</sup> Dane dotyczące rynku kwitów depozytowych zostały przedstawione w oparciu o informacje z różnych lat pozyskane ze strony internetowej Banku of New York Mellon: [www.adrbnymellon.com].

Spółka z Bangladeszu zaistniała na rynku DR-2 w 2005 r., a jest nią Beximco Pharmaceicais. Pierwsza spółka z Egiptu pozyskała kapitał przez ten rynek w 1996 r. (Suez Cement), a najwięcej podmiotów zdecydowało się na emisję po 2008 r. Podobnie wyglądała sytuacja emitentów z Indonezji, debiutantem w 1995 r. była Telekomunikasi Indonesia, natomiast pozostałe 49 spółek jest obecnych na rynku od 2009 r. Spółki koreańskie są obecne od 1990 r. (Samsung), sporo emisji miało miejsce w latach 2000–2007, choć po globalnym kryzysie również pojawili się nowi emitenci. Spółki Meksyku (11 spółek) podjęły decyzję o emisji w latach 90. XX w., a pierwszą była ICA w 1992 r., obecnie kapitał pozyskuje 50 spółek. W 1998 r. United Bank of Africa z Nigerii wyemitował DR-y, najwięcej emisji spółki z tego kraju dokonały w 2007 r. (sześć spółek) oraz w 2014 r. (sześć spółek). Spółki z Pakistanu obecne są od 1994 r., kiedy emisji dokonały m.in. Hub Power, Lafarge Pakistan Cement oraz Pakistan Telecommunications. San Miguel Corporation, jako spółka z Filipin, zadebiutowała w 1991 r., w kolejnych latach niewiele spółek emitowało DR-y; zainteresowanie rynkiem można zauważyć po 2012 r., kiedy emisji dokonało ponad 50 spółek. W grupie N-11 dominują emitenci z Turcji (57 spółek), obecni od 1993 r. (Turkiye Garanti Bankasi). Jedyną spółką wietnamską jest Hoang Anh Gia Lai-HAGL, obecna od 2011 r.

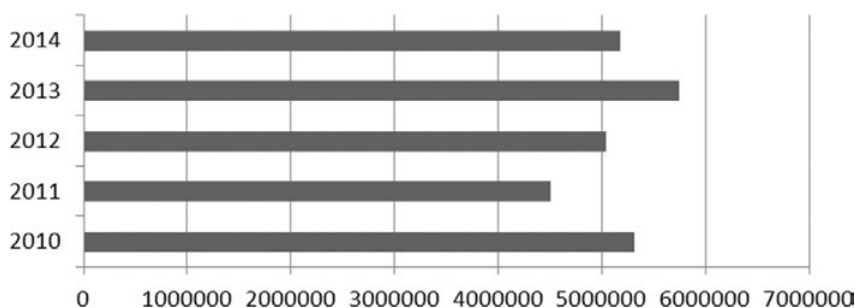
Spółki z N-11 są obecne na rynku kwitów depozytowych od 1990 r., jednak wzrost zainteresowania tym rynkiem, biorąc pod uwagę liczbę emisji (tab. 2), można zauważyć od 2009 r.

Tab. 2. Liczba emisji kwitów depozytowych dokonanych przez spółki z krajów N-11

|            | 1990–1995 | 1996–2000 | 2001–2005 | 2006–2008 | 2009–2011 | 2012–2015 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Bangladesz |           |           | 1         |           |           |           |
| Egipt      |           | 6         | 8         | 5         | 2         | 7         |
| Filipiny   | 4         | 11        |           | 7         | 9         | 12        |
| Indonezja  | 1         |           |           | 1         | 29        | 19        |
| Korea      | 4         | 5         | 17        | 6         | 9         | 10        |
| Meksyk     | 8         | 13        | 12        | 3         | 11        | 30        |
| Nigeria    |           | 2         |           | 6         | 1         | 7         |
| Pakistan   | 6         |           |           | 6         | 1         | 2         |
| Turcja     | 1         | 4         | 9         | 9         | 7         | 4         |
| Wietnam    |           |           |           |           | 1         |           |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.adrbnymellon.com].

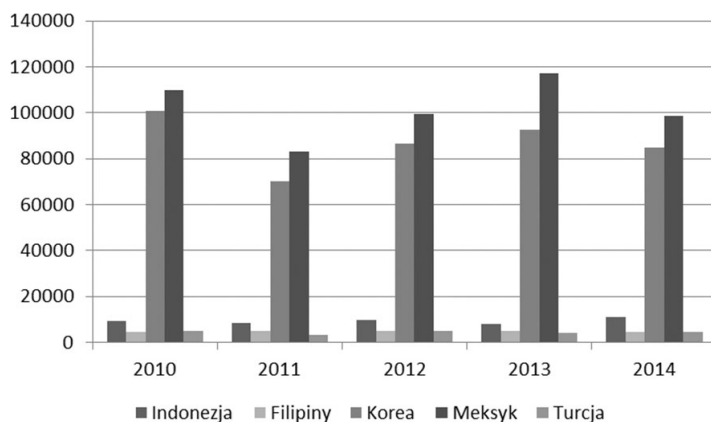
Spółki dziesięciu krajów N-11 są obecne na rynku kwitów depozytowych od 1990 r., jednak w latach 1990–1995 były to tylko pojedyncze emisje. W kolejnych latach można zaobserwować większą aktywność spółek przede wszystkim z Egiptu, Filipin, Meksyku, Korei oraz Turcji. Po globalnym kryzysie finansowym utrzymuje się wysoka aktywność spółek N-11 na rynku kwitów, w latach 2009–2015 dokonano 161 emisji DR-ów. Głównymi emitentami były spółki z Indonezji, Meksyku oraz Korei. Największy udział na globalnym rynku kwitów depozytowych stanowią ADR-y, ich obroty przedstawia rys. 2.



Rys. 2. Obroty ADR w latach 2010–2014 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.adrbnymellon.com].

Łączna wartość obrotów ADR w 2010 r. wynosiła 5 309 308,7 mld USD, natomiast w 2011 r. obniżyła się do poziomu 4 505 304 mld USD (rys. 2). W kolejnych latach wzrosło zainteresowanie ADR-ami, o czym świadczy wzrost obrotów, natomiast w 2014 r. obroty obniżyły się, osiągając poziom 5 178 634 mld USD. Spółki z krajów N-11 przede wszystkim dokonywały emisji właśnie ADR-ów, jednak największy udział na globalnym rynku spośród dziesięciu państw zajmują podmioty z pięciu krajów (tj. Indonezji, Filipin, Korei, Meksyku i Turcji), obroty nimi w latach 2010–2014 przedstawia rys. 3.

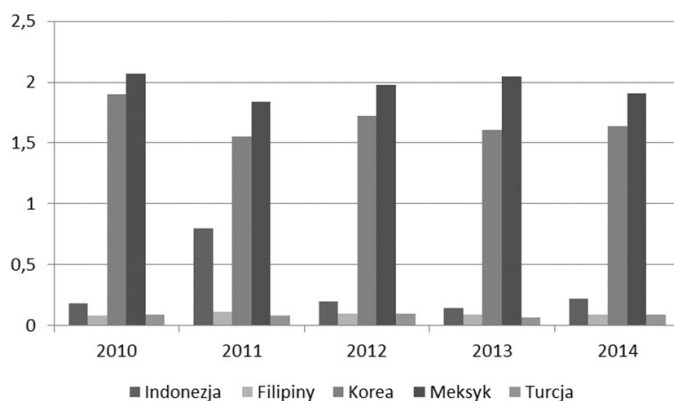


Rys. 3. Obroty ADR wybranych krajów N-11 w latach 2010–2014 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.adrbnymellon.com].

Jak wynika z rys. 3, obroty kwitami depozytowymi spółek wybranych krajów N-11 odzwierciedlały tę samą tendencję co globalny rynek ADR-ów. Spadek obrotów miał miejsce w 2011 r. oraz w 2014 r., natomiast wzrost obrotów kwitami tych krajów przypada na lata 2012–2013.

Wśród krajów z grupy N-11 największy udział w kapitalizacji na globalnym rynku ADR-ów zajmowały Indonezja, Filipiny, Korea Południowa, Meksyk oraz Turcja. Warto zauważyć, że w czołówce emitentów z krajów N-11 dominują spółki z Meksyku oraz Korei Południowej (rys. 4).



Rys. 4. Udział wybranych krajów N-11 w obrotach ADR ogółem w latach 2010–2014 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.adrbnymellon.com].

Największy udział spośród krajów N-11 na globalnym rynku ADR-ów posiadają spółki z Meksyku (ich udział w badanych latach stanowił od 1,84% do 2,07% obrotów ogółem). Podobny udział, choć mniejszy, posiadały spółki z Korei (1,55–1,9%). Udział spółek z Indonezji, Filipin czy Turcji wynosił w granicach 0,07–0,22%, natomiast udział spółek z pozostałych krajów N-11 można uznać za marginalny.

Biorąc pod uwagę publikowane dane, można wskazać, że w czołówce największych emitentów (wśród 20 największych emitentów) nie znajdują się spółki z krajów N-11, jednak uwzględniając zaprezentowane wcześniej dane, można zauważyć wzrost zainteresowania rynkiem kwitów depozytowych. Spółki z N-11 z największą wartością i wolumenem obrotów na globalnym rynku kwitów przedstawia tab. 3.

Spółki z N-11 z największą wartością i wolumenem obrotów na globalnym rynku pochodzą z krajów, które mają największy udział na globalnym rynku ADR-ów, czyli z Meksyku, Korei, Indonezji, Filipin i Turcji.

Na pozyskanie kapitału przez rynek kwitów depozytowych decydują się spółki z różnych branż. Spółka z Bangladeszu reprezentuje branżę biotechnologii. Emitenci z Egiptu wywodzą się z sektora bankowego (np. Commercial International Bank), usług finansowych (np. EFG Hermes), branży motoryzacyjnej, spożywczej, przemysłowej i telekomunikacyjnej. Spółki z Filipin i Indonezji reprezentują przede wszystkim sektor usług finansowych, banki oraz branże: telekomunikacyjną, spożywczą, elektryczną, usługową i przemysł wydobywczy. Emitenci z Korei pochodzą głównie z sektora bankowego, usług finansowych, usług turystycznych, branży motoryzacyjnej, elektrycznej, telekomunikacyjnej, chemicznej oraz technicznej. W przypadku spółek z Meksyku

Tab. 3. Wybrane spółki z krajów N-11 z największą wartością obrotów i wolumenem obrotów na globalnym rynku (stan na dzień 15 kwietnia 2015 r.)

| Spółka                             | Giełda | Wartość obrotu (w mln USD) | Wolumen obrotu (w mln szt.) |
|------------------------------------|--------|----------------------------|-----------------------------|
| <b>Indonezja</b>                   |        |                            |                             |
| Telekomunikasi Indonesia           | NYSE   | 113,927                    | 2,6294                      |
| <b>Korea Płd.</b>                  |        |                            |                             |
| SK Telecom                         | NYSE   | 349,838                    | 12,349                      |
| Korea Electric Power               | NYSE   | 217,050                    | 10,313                      |
| LG Display                         | NYSE   | 133,805                    | 9,263                       |
| <b>Meksyk</b>                      |        |                            |                             |
| Cemex                              | NYSE   | 2690,105                   | 269,612                     |
| America Movil Series L             | NYSE   | 1755,182                   | 81,180                      |
| Grupa Televisa                     | NYSE   | 851,939                    | 24,010                      |
| <b>Filipiny</b>                    |        |                            |                             |
| Philippine Long Distance Telephone | NYSE   | 170,825                    | 2,6195                      |
| <b>Turcja</b>                      |        |                            |                             |
| Turkcell Iletisim Hizmetleri       | NYSE   | 117,196                    | 10,666                      |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.adrbnymellon.com].

to przede wszystkim przemysł wydobywczy, branża telekomunikacyjna, chemiczna, transportowa i usługowa. Biorąc pod uwagę Nigerię, podmiotami pozyskującymi kapitał są tylko banki, a w Pakistanie – banki, spółki z branży telekomunikacyjnej, elektrycznej i przemysłowej. Emitenci z Turcji to przede wszystkim banki i przedsiębiorstwa z branży motoryzacyjnej, chemicznej, telekomunikacyjnej.

Rozpatrując miejsce emisji, poszczególne spółki wybierały różne rynki. Spółka z Bangladeszu wybrała LSE, tak jak większość spółek z Egiptu (np. Commercial International Bank, Telekom Egipt), niektóre natomiast wybrały rynek OTC, dokonując emisji sponsorowanej. Spółki z Indonezji (z wyjątkiem Telekomunikasi) dokonały emisji niesponsorowanej na rynku OTC. Największą liczbę operacji emisji DR-ów spółki z Korei przeprowadziły na LSE (np. Hyundai Motor, LG Electronics, Samsung Electronics), ale są także obecne przez emisję na NASDAQ (Gravity), Luxemburg Stock Exchange (np. Industrial Bank of Korea, KT&G), NYSE (np. LG Electronics, POSCO), Singapur Exchange (np. Kolao, OCI) w ramach emisji sponsorowanych. Spółki meksykańskie jako rynek pozyskania kapitału wybrały rynek amerykański, zarówno giełdowy, jak i OTC, dokonując emisji sponsorowanych. Najwięcej przeprowadziły na NYSE (np. Coca-Cola Femsa, Grupa Aeroportuario). Firmy z Nigerii i Pakistanu wybrały przede wszystkim rynek OTC i emisję sponsorowaną, jedynie Diamond Bank, Guaranty Trust Bank, Zenith Bank, MCB Bank, Lucky Cement, Oil & Gas Development, United Bank – LSE. Najwięcej operacji emisji kwitów depozytowych filipińskie spółki dokonały na rynku OTC w oparciu o emisję niesponsorowaną, jedynie First Philippine i SM Prime wybrały giełdę w Luksemburgu, a Philippine Long Distance Telephone – NYSE. Podobna sytuacja ma miejsce w stosunku do firm z Turcji, jednak siedem spółek jest obecnych na LSE (np. Finansbank, EastPharma, Turk Ekonomi Banksai), a po jednej na NYSE i giełdzie w Luksemburgu [www.adrbnymellon.com].



Należy podkreślić, że większość spółek z krajów N-11 zdecydowała się na pozyskanie kapitału na rynku kwitów depozytowych po 2009 r. Wzrost zainteresowania tym rynkiem jest wynikiem przede wszystkim panującej sytuacji na rynku kredytowym i kapitałowym państw N-11 na skutek globalnego kryzysu finansowego. W większości krajów w następstwie globalnego kryzysu finansowego banki wprowadziły bardziej rygorystyczną politykę kredytowania, co ograniczyło w znacznym zakresie dostęp do popularnego źródła finansowania oraz znacznie podniosło koszt pozyskania kapitału. Przykładowo w Indonezji banki wprowadziły wyższe stopy oprocentowania kredytów (mimo obniżek bazowych stóp banku centralnego) oraz zaostrzyły warunki ich udzielania [Bank Indonesia, 2009, s. 26]. W Wietnamie w celu zachęcenia firm do inwestycji rząd i bank centralny wprowadziły dotacje do odsetek od kredytów, które były przeznaczone na rozwój krajowej produkcji, biznesu i infrastruktury. Poza tym z preferencyjnych kredytów mogły korzystać podmioty z sektorów: rolnictwo i przemysł, handel oraz z branży budowlanej – kluczowej dla wietnamskiej gospodarki. Pomimo tego w niewielkim zakresie wzrosło zainteresowanie kredytami [Mitręga-Niestrój, Puszer, 2015, s. 51]. W przypadku Turcji bank centralny, chcąc zapewnić wzrost gospodarczy w 2008 r., wprowadził politykę łagodzenia warunków kredytowych oraz nadzwyczajne ułatwienia kredytowe dla firm, z których wycofał się pod koniec 2009 r. Jednak w 2013 r. rząd postanowił rozszerzyć dostępność nowych subsydiów dla kredytów zaciąganych przez firmy w państwowym Halkbank (budżet miał dopłacać 50% kosztów obsługi wszystkich kredytów firm udzielanych za pośrednictwem Halkbank zamiast 35% dla kredytów w wysokości do 25 000 TRY). Oprócz tego rząd poszukiwał metod obniżenia „rynkowych” stóp procentowych dla kredytów zaciąganych przez firmy na inwestycje [Mitręga-Niestrój, Puszer, 2015, s. 98]. W Korei w wyniku globalnego kryzysu banki znacząco ograniczyły dostępność kredytów przez zaostrzenie wymogów kredytowych, co doprowadziło do znacznych trudności finansowych w sektorze przedsiębiorstw. Sytuacja uległa niewielkiej poprawie na początku 2009 r. w wyniku działań podjętych przez rząd koreański, polegających m.in. na zaleceniu bankom rolowania kredytów dla firm oraz rozszerzenia gwarancji kredytowych. Niestety, w drugiej połowie 2009 r. warunki kredytowania znów uległy pogorszeniu, co w przypadku dużych przedsiębiorstw spowodowało poszukiwanie przez nie finansowania na rynku papierów wartościowych [Bank of Korea, 2009, s. 57].

Kolejnym głównym czynnikiem wpływającym na podjęcie decyzji o pozyskaniu kapitału na rynku kwitów depozytowych jest sytuacja na narodowym rynku papierów wartościowych. Biorąc pod uwagę rynki papierów wartościowych krajów N-11, można wskazać ich znaczne zróżnicowanie. W tej grupie są zarówno duże regionalne giełdy, jak i bardzo małe parkiety o niewielkiej płynności, duże rynki wschodzące i małe rynki graniczne. Krajowe spółki na Korea Exchange, największej giełdy państw N-11, miały kapitalizację wynoszącą 1,02 bln USD. Następna na liście jest Mexican Exchange z 453 mld USD kapitalizacji, a za nią parkiety: indonezyjski (397 mld USD), turecki (244 mld USD) i filipiński (205 mld USD). Kapitalizacja każdej z pozostałych giełd nie przekracza 100 mld USD, a stawkę zamyka parkiet w Ho Chi Minh City, na którym

400 spółek ma łączną kapitalizację 32 mld USD. Rynki akcji w Bangladeszu, Egipcie, Nigerii, na Filipinach, w Wietnamie oraz Iranie są uznawane za rynki o niskiej płynności. Dostęp do części z nich jest zresztą dość utrudniony dla inwestorów zagranicznych, a irańska giełda jest od ich pieniędzy praktycznie odcięta ze względu na wewnętrzne regulacje kraju i nałożone nań sankcje międzynarodowe [Kozieł, 2012, s. 1].

Pomimo różnych rozmiarów rynków finansowych w krajach N-11 rynki te (przede wszystkim rynek 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 krajów N-11 poszukują alternatywnych form podwyższenia kapitałów własnych na rynkach międzynarodowych (w tym na rynku kwitów depozytowych).

### **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 N-11 mają możliwość pozyskania kapitału obok rynku krajowego również na rynku międzynarodowym. Przedsiębiorstwo, realizując wyznaczone przez siebie cele (przede wszystkim inwestycyjne), może korzystać z różnych źródeł finansowania. O ich wyborze decyduje wiele czynników. Jednym z najważniejszych jest dostępność funduszy na rynku finansowym oraz ich koszt pozyskania. Rynek kwitów depozytowych, ze względu na swoją wielkość oraz dysponowanie znacznie większymi kapitałami, umożliwia pozyskanie zdecydowanie większych funduszy, ponieważ z reguły nie występują na nim szczególne ograniczenia prawne, np. dotyczące wielkości programów emisji, co ma miejsce w niektórych krajach N-11, np. Nigerii. Poza tym przez rynek DR-ów mogą pozyskać kapitał na korzystniejszych warunkach niż na rynku krajowym przy jego ograniczonych zasobach, a jego koszt może okazać się niższy od kosztu na rynku krajowym (co wynika z większej konkurencyjności i odmiennego traktowania w systemach podatkowych). Przez emisje na rynku kwitów depozytowych emitent uzyskuje dostęp do ogromnej liczby zagranicznych potencjalnych inwestorów instytucjonalnych (np. funduszy inwestycyjnych), dysponujących poważnymi zasobami finansowymi. Przykładowo Goldman Sachs utworzył fundusz inwestujący w papiery wartościowe spółek z krajów N-11. Kolejnym aspektem, na który należy zwrócić uwagę jest umożliwienie obrotu DR-ami na rozwiniętych, płynnych rynkach z dobrze ukształtowanymi instytucjami i regulacjami. Szczególnie istotne jest to dla podmiotów przede wszystkim z krajów *emerging markets* (w tym N-11), ponieważ ich rynki kapitałowe są często omijane przez inwestorów obawiających się nadmiernego ryzyka oraz wysokich kosztów transakcyjnych, a przez nabywanie papierów denominowanych w macierzystej dla nich walucie inwestorzy unikają też ryzyka wynikającego ze zmienności kursu walutowego [McLeavey, Solnik, 2009, s. 192–193].

Należy zwrócić uwagę również na fakt, że spółki, wybierając rynek zagraniczny, kierują się tym, że wejście na ich narodowy rynek inwestorowi zagranicznemu jest dość trudne z uwagi na panujące tam regulacje, przykładem może być Nigeria czy Iran.

Jedną z korzyści płynących z emisji kwitów jest efekt marketingowy emitenta, ponieważ umacnia on swój wizerunek jako wiarygodnego przedsiębiorcy, staje się bardziej „transparentny” i wzbudza zaufanie wśród inwestorów, kontrahentów i partnerów. W wyniku emisji spółka może pozyskać nowych kontrahentów, zdobyć nowe rynki zbytu, zwiększyć możliwość rozszerzenia działalności na rynki zagraniczne, a poza tym jest postrzegana jako podmiot solidny, wiarygodny, dobrze zarządzany i oferujący produkty lub usługi doskonałej jakości [Nawrot, 2008, s. 64].

Ponadto emisja kwitów powoduje dywersyfikację bazy właścicielskiej, co zmniejsza ryzyko przejścia na niekorzystnych warunkach na rynku krajowym oraz ma miejsce polepszenie reputacji spółki, ponieważ staje się ona bardziej rozpoznawalna na arenie międzynarodowej, dzięki czemu poprawia lub umacnia się wizerunek firmy w oczach klientów i kontrahentów. Emisja kwitów świadczy, 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.

Oprócz niezaprzeczalnych korzyści, jakie może odnieść emitent na międzynarodowym rynku kapitałowym należy zwrócić uwagę także na pewne negatywne konsekwencje. Jedną z nich jest konieczność ponoszenia stosunkowo dużych kosztów związanych z wprowadzaniem podmiotu na rynek międzynarodowy. Są to przede wszystkim koszty związane z przygotowaniem, przeprowadzeniem i uplasowaniem emisji na tym rynku. Zaliczyć do nich można następujące koszty: badania sprawozdań finansowych emitenta przez biegłego rewidenta, doradztwa finansowo-prawnego, przygotowania i dystrybucji przez syndyków prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, przygotowania dokumentacji związanej z rejestrowaniem emisji itp. Na emisję na rynku międzynarodowym mogą zdecydować się przede wszystkim podmioty o uznanej marce, które mogą potwierdzić swoją wiarygodność odpowiednim ratingiem. Przykładem może być Hyundai Motor z Korei, Samsung Electronics z Korei, Telecom Egypt z Egiptu, Alliance Global Group z Filipin. Ze względu na znaczne koszty stałe przeprowadzenia emisji, powinna ona mieć poważną wartość (co najmniej kilkadziesiąt milionów USD) [Piókarz, 2013, s. 117]. Podmioty zamierzające wyemitować DR-y zobowiązane są także do spełnienia często szeregu wymogów formalno-prawnych, które wynikają z przepisów prawnych obowiązujących w kraju ich siedziby, jak również z norm prawnych kraju, w którym będą dokonywać emisji. W przypadku podmiotów, których walory są przedmiotem obrotu giełdowego, podlegają obowiązkowi informacyjnym nałożonym na emitentów na danym rynku. Z emisją na rynku międzynarodowym związane są także zabiegi marketingowe, przeprowadzane w celu uzyskania odpowiedniej reputacji wśród potencjalnych inwestorów na danym rynku, co pociąga za sobą określone koszty, poza tym są to zabiegi bardzo pracochłonne. Dodatkowe koszty pociąga za sobą również współpraca emitenta z innymi

instytucjami działającymi na rynku kwitów. Dodatkowo występują różnice językowe oraz kulturowe pomiędzy krajami, a zaufanie inwestorów do firmy z innego kraju może okazać się trudne do osiągnięcia. Zagrożeniem dla emitenta może okazać się też ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej oraz ryzyko polityczne i niewłaściwego wykorzystania informacji finansowych ujawnianych przez podmiot.

## Zakończenie

Upowszechnienie programów kwitów depozytowych oraz konkurencja pomiędzy rynkami (przede wszystkim giełdami) sprawia, iż instrumenty te stają się łatwym i coraz mniej kosztownym źródłem pozyskiwania funduszy. Doświadczenia spółek z krajów Next 11 wskazują na fakt, że doceniają one tę formy pozyskiwania kapitału. Po globalnym kryzysie finansowym (od 2009 r.) obserwuje się wzrost aktywności spółek z N-11 na rynku kwitów depozytowych. Emisje DR-ów umożliwiają spółkom z tych krajów dostęp do szerokiego grona inwestorów, a co za tym idzie – pozyskiwania kapitału z rynku zagranicznego. Poza tym istotny jest fakt, że chcą one zaistnieć na rynkach międzynarodowych i współzawodniczyć z innymi zagranicznymi przedsiębiorstwami oraz pozyskać nowych nabywców dla swoich towarów i usług. Warto także podkreślić, że kraje N-11 chcą osiągnąć wysoki wzrost gospodarczy, dlatego przy ograniczonych możliwościach finansowania przez rynki narodowe, poszukują kapitału na rynku międzynarodowym (w tym kwitów depozytowych).

## Bibliografia

- Bank Indonesia, "Financial Stability Review" 2009, No. 13, September.
- Bank of Korea, "Financial Stability Report" 2009, No. 15, November.
- Kozieł H., *Next Eleven – nowi liderzy rynków wschodzących*, 2012, [www.parkiet.com/arttykul/1277413](http://www.parkiet.com/arttykul/1277413) [data dostępu: 04.05.2015].
- Liberadzki K., *Kwity depozytowe*, [w:] G. Kozuń-Cieślak (red.), *Światowy rynek kapitału. Wybrane zagadnienia*, Difin, Warszawa 2012.
- McLeavey D., Solnik B., *Global Investment*, Pearson Prentice Hall, New York 2009.
- Mitręga-Niestrój K., Puszer B., *Globalny kryzys finansowy a kraje CIVETS. Kolumbia, Indonezja, Wietnam, Egipt, Turcja i RPA*, CeDeWu, Warszawa 2015.
- Nawrot W., *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Plókarz R., *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, PWN, Warszawa 2013.
- Puszer B., *Kwity depozytowe jako instrument finansowania przedsiębiorstw krajów BRIC*, „Zarządzanie i Finance. Journal of Management and Finance” 2013, nr 2.
- Puszer B., *Polskie podmioty prywatne na międzynarodowym rynku kapitałowym*, [w:] T. Sporek (red.), *Procesy globalizacji, internacjonalizacji i integracji w warunkach współczesnej gospodarki światowej. Wybrane problemy*, t. 2, AE, Katowice 2009.
- Waligóra K., *Światowy kryzys gospodarczy początku XXI wieku – „New Deal” wg BRICS*, [w:] A.F. Bocian (red.), *Globalizacja – polityka – etyka*, t. 2, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2012. [www.adrbnymellon.com](http://www.adrbnymellon.com) [data dostępu: 04.05.2015].

### **Depository Receipt as a Financing Instruments for Companies from Next 11 Countries**

Next 11 countries: Bangladesh, Egypt, Indonesia, Iran, Pakistan, Philippines, Mexico, Nigeria, South Korea, Turkey and Vietnam – are considered as a group of countries that will begin the next cycle of growth in emerging markets. The economic development of these countries would not be possible without ensuring sufficient funding companies through the banking system and capital markets. Next 11 countries are characterized by a variety of financing structures, with different proportions of the share of equity and foreign. Many companies from these countries decide to raise capital in the market depository receipts. Most of the countries depository receipts Next 11 is issued in the United States (NYSE, NASDAQ) and Europe (London, Luxemburg). Issuers from Next 11 countries have a significant share on the global depository receipt markets, accounting for the majority of trading value and trading volume.

### **Kwity depozytowe jako instrument finansowania przedsiębiorstw krajów Next 11**

Kraje Next 11, czyli: Bangladesz, Egipt, Indonezja, Iran, Pakistan, Filipiny, Meksyk, Nigeria, Korea Południowa, Turcja i Wietnam – są uważane za grupę państw, które rozpoczną następny cykl wzrostu rynków wschodzących. Rozwój gospodarczy tych krajów nie byłby możliwy bez zapewnienia przedsiębiorstwom wystarczających środków finansowych przez system bankowy oraz rynki kapitałowe. Kraje Next 11 cechuje różnorodność struktur finansowania przedsiębiorstw, z odmiennymi proporcjami udziału kapitałów własnych i obcych, a wiele podmiotów z tych krajów decyduje się na pozyskanie kapitału na rynku kwitów depozytowych. Większość kwitów depozytowych krajów Next 11 jest emitowana na rynku amerykańskim (NYSE, NASDAQ) i europejskim (Londyn, Luksemburg). Spółki z krajów Next 11 na tym rynku zajmują znaczący udział pod względem liczby transakcji i wartości kwitów depozytowych znajdujących się w obrocie.