

## IPO в структуре финансирования отечественных компаний

Успешная реализация инвестиционного механизма в стране может стать залогом ее экономического роста и повлиять на результаты деятельности всех финансовых институтов. Тем не менее, до сих пор одной из главных экономических проблем России остается острая потребность в инвестиционных ресурсах.

*IPO (Initial Public Offering)*, т. е. первичное публичное размещение акций, – это эффективный механизм привлечения на основе первого выхода компании на открытый рынок и размещения акций среди первичных инвесторов финансирования. При этом IPO является источником привлечения денежных средств не только в компании, но и в экономику государства в целом; это способ улучшить инвестиционный климат страны.

Классическое IPO предполагает публичное размещение инвесторам дополнительного нового выпуска акций, который проходит соответствующую государственную регистрацию. В отличие от доразмещения (*follow-on*), в случае IPO вывод акций на биржу происходит впервые («РБК», «Седьмой континент»). Если акционеры предлагают к продаже принадлежащие им акции (как в случае с производителем соков «Лебедянский»), то это уже *Secondary Public Offering* – реализация компанией ранее эмитированных бумаг. В дальнейшем, для целей настоящей работы, мы отождествляем IPO с любым публичным размещением акций на бирже.

К 2006 г. прочно приклеился ярлык «бум IPO», ведь инвесторы отмечают наличие большого потребительского рынка в регионе, высокую доходность инвестиций и немалые возможности в добывающих отраслях.

Правда, разговоры о буме российских IPO – очевидное недоразумение: за 2004-2006 гг. – 41 размещение – разве это бум? Так, в Индии в начале 1990-х проходило по 50 IPO в месяц, в отдельные месяцы по 200 – и так в течение трех лет. Потом столь бурный рост числа размещений замедлился, но в результате Индия вошла в список четырех стран (наряду с США, Канадой и Румынией), где на биржах торгуются бумаги более 3 тыс. фирм! Нам с нашим «бумом» до этого еще расти и расти.

С другой стороны, еще пять лет назад мало кто в России представлял себе, что означает процесс первичного размещения акций на бирже. Сейчас с каждым годом экспертным сообществом отмечаются постепенно усиливающиеся позиции России на глобальном рынке IPO. А в 2006 г. она заняла на этом рынке уже 5-е место по объему размещений (9-е с учетом вторичных размещений)! Среди развивающихся стран Россия уступает только Китаю с его 59 млрд. долл.<sup>1</sup>

---

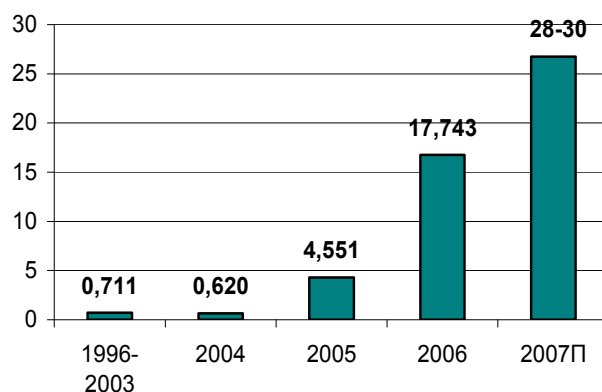
<sup>1</sup> Панов А. За деньгами на биржу. IPO российских компаний превратились из экзотики в рядовое событие // Ведомости, № 247 (1774), 29 декабря 2006. С. Б5.

Из 50 компаний, планировавших в 2006 г. с помощью IPO привлечь 22,9 млрд. долл., размещение провели более 20 эмитентов на общую сумму около 18 млрд. долл. К основным причинам отставания фактических размещений от заявленных можно отнести:

- *PR-инициативу.* Ряд средних и небольших по размеру компаний объявляют о планах по размещению акций с целью привлечения средств для развития, особенно часто это происходит в рамках размещения облигационных займов. Учитывая фактические действия и потенциал данных компаний, стоит предположить, что эти планы в краткосрочной перспективе носят в большинстве случаев декларативный характер;
- *Сделки M&A и перенос сроков размещения.* Приобретение Societe Generale доли в АКБ «Росбанк», телеканал TV3 отложил продажу акций и вскоре была приобретена «Проф-медиа», торговая сеть «Копейка» отложила продажу акций и вскоре была достигнута договоренность о выкупе у менеджмента 50% акций группой «Уралсиб» – совершение подобных сделок в 2006 г. привело к тому, что многие компании отказались либо отложили на неопределенное время проведение IPO.

Несмотря на это, в 2006 г. было отмечено рекордное количество первичных размещений российских компаний по сравнению с предыдущими годами – 23 размещения (13 в 2005 г. и 5 в 2004 г.). При этом стоимостной объём российского рынка IPO составил 17,7 млрд. долл., что в 4 раза больше объема 2005 г. (4,6 млрд. долл.)<sup>2</sup> (Диаграмма 1.1.1). Даже без учета крупнейшего IPO (ОАО «Роснефть») рост стоимостного и количественного рынка составил около 60%.

**Диаграмма 1.1.1. Динамика российского рынка IPO за 1996-2007 гг., млрд. долл.**



Источник: [www.offerings.ru](http://www.offerings.ru)

Произошло и несколько *частных размещений (private placement)*. Разумеется, продажа акций на внебиржевом рынке в виде private placement не может быть отнесена к IPO, поскольку особенностью этого вида размещения является ограниченный круг лиц (менеджмент, акционе-

<sup>2</sup> По данным Аналитической группы ReDeal (AG ReDeal) в рамках информационно-аналитического проекта Offerings.ru/«IPO в России».

ры, стратегические инвесторы), которым предлагаются акции. Всего через этот механизм в минувшем году было привлечено 1,1 млрд. долл., что значительно уступает совокупному объему IPO и не может вызвать такого же интереса у миноритарного инвестора<sup>3</sup>.

Возросшая активность первичного предложения на рынке в последние годы обусловлена теми преимуществами, которые дает проведение IPO – возможность финансирования роста компании, обеспечение гибкой структуры капитала, снижение стоимости капитала и возможность привлечения дешевых заемных ресурсов, максимизация стоимости компании, обеспечение ее ликвидности для акционеров.

При этом основу дальнейшего развития рынка IPO должны составить, прежде всего, *компании средней капитализации*, получившие опыт на внутреннем рынке облигаций и готовые отдать в свободное обращение 15-25% своих акций, чтобы повысить капитализацию, сделать бизнес более весомым при сделках с иностранным капиталом, снизить кредитный риск, нормализовав источники финансирования. Это связано с тем, что у грандов российского бизнеса (нефтегазовый сектор, телекоммуникации) нет интереса к новым эмиссиям акций на внутреннем рынке, т. к. они получают капитализацию и денежные ресурсы на западных рынках депозитарных расписок, еврооблигаций, синдицированных займов.

Однако сложившаяся благоприятная (как кажется многим) ситуация на отечественном фондовом рынке не выглядит столь радужной. Связано это с тем, что российский рынок IPO «вытекает» за пределы страны, и большая часть привлеченных средств поступает за счет размещений еврооблигаций и депозитарных расписок на международных рынках капитала. По своей сути отечественный рынок IPO, как это не парадоксально звучит, стал англо-американским. Сегодня порядка 29% суммарного оборота российского рынка акций и рынка депозитарных расписок (ДР) на акции российских компаний приходится на зарубежные биржи – LSE и NYSE (68% и 3% приходится на ММВБ и РТС соответственно)<sup>4</sup>. Более половины российских IPO приходится на зарубежные площадки (Диаграмма 1.1.2), при этом Лондонская биржа остается основной площадкой российских IPO – **14 размещений**. Но если в 2005 г. на долю LSE приходилось 94% стоимостного объема, то в 2006 г. доля биржи снизилась до 61%, что было вызвано инициативами ФСФР.

Протекционизм в отношении национального фондового рынка закономерен: о планах провести IPO в 2006-2008 гг. заявили около 80 компаний. Такой объем размещений способен повысить ликвидность рынка и его привлекательность для инвесторов. Так, в 2006 г. ФСФР приняла *ряд ограничительных требований* к эмиссии:

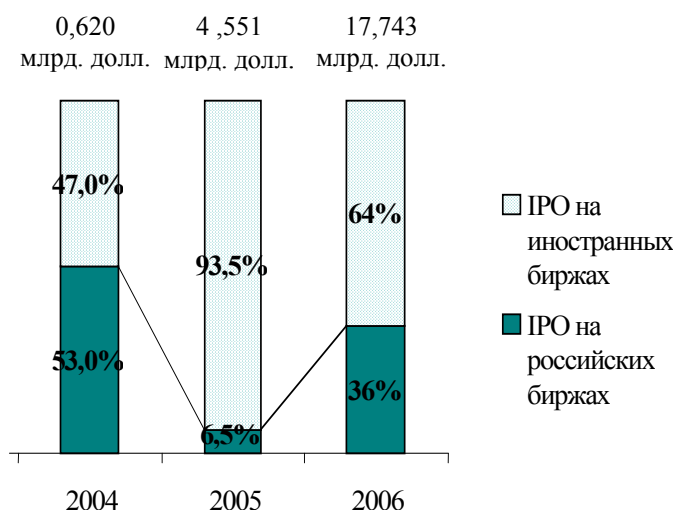
---

<sup>3</sup> В 2006 году 5 компаний из России осуществили частные размещения, в том числе «Евраз Групп» (330 млн. долл. за 6% акций), «Мечел» (350 млн. долл., 11,5% акций), «Акрон» (98 млн. долл., 7,5% акций), АФК «Система» (20 млн. долл., 1,9% акций) и «Вимм-Билль-Данн» (165 млн. долл. за 10% своих акций).

<sup>4</sup> www.micex.ru

- квота на выпуск депозитарных расписок для российских компаний снизилась с 40% до 35% от общего количества акций компании;
- запрет российским эмитентам в ходе IPO размещать за рубежом более 70% общего количества размещаемых акций дополнительного выпуска<sup>5</sup>.

**Диаграмма 1.1.2. Структура российского рынка IPO за 2004-2006 гг., млрд. долл.**



Источник: [www.offerings.ru](http://www.offerings.ru), [www.micex.ru](http://www.micex.ru).

Тем не менее, в последнее время получила распространение формальная процедура листинга в России и фактического размещения за рубежом, и нельзя со 100%-ой долей уверенности говорить о том, что введение новых ограничений со стороны ФСФР «переломит» сложившуюся ситуацию.

На сегодняшний день выработан альтернативный механизм, позволяющий выходить на иностранную биржу через SPV (Special Purpose Vehicle) – специально зарегистрированную новую компанию за рубежом, которая на активы материнской компании выпускает собственные ценные бумаги, а полученные средства расходует на финансирование стратегических проектов своего учредителя.

В целом, как показывает практика, проводить первичное размещение акций на западных площадках сложнее и дороже, чем на российском рынке. Почему же все большее число отечественных компаний предпочитают проводить IPO на Западе, в частности на Лондонской площадке, где в 2006 г. на российских эмитентов пришлось 22% привлеченных на бирже средств, т. е. фактически каждый пятый доллар?

Подобное развитие событий на рынке российских IPO оказалось вполне предсказуемым. Ряд лидеров отечественного бизнеса, достигших современного уровня корпоративного управления и испытывающих потребность в крупных инвестиционных ресурсах, столкнулись с несо-

<sup>5</sup> <http://www.agamanagement.ru>

вершенством регулятивной базы рынка РФ, неразвитостью институтов коллективных инвестиций, непоследовательной пенсионной реформой и одновременно были «обласканы» интенсивным маркетингом LSE.

Кроме того, для IPO наиболее привлекательными являются те рынки, где эмитенты могут получить максимальный чистый доход, даже при условии крупных издержек на организаторов займа. В этом же заинтересованы и действующие акционеры компании, которые при размещении, как правило, продают часть своих акций. Все это привело к тому, что в последнее время основная часть первичных размещений акций российских эмитентов была проведена на зарубежных рынках, в первую очередь на Лондонской бирже и, в частности, на AIM.

При этом именно Альтернативный рынок LSE, являющийся Меккой для средних и развивающихся компаний во всем мире, должен стать главным «плацдармом» для отечественных IPO, ведь за 12 лет существования AIM создал надёжную платформу для эмитентов, жаждущих получить преимущества публичного котирования, соблюдая оптимальное сочетание низких затрат и гибкой нормативной базы.

Однако на фоне борьбы Лондона и Нью-Йорка за «мировое господство» на рынке IPO, многие упустили из виду еще один важный момент – теперь компании предпочитают размещать свои акции на национальных биржах, потому что у иностранных инвесторов не возникает проблем с доступом на них. Подтверждением этому служит тот факт, что количество иностранных эмитентов, листингованных на NYSE, сократилось на 4% с пика 2002 г., составив 451 в конце 2006 г. Ситуация на других ведущих площадках еще хуже. На основной площадке Лондонской биржи число таких компаний сократилось в 2000-2006 гг. на 23%, несмотря на приход в последние годы большого числа российских и казахстанских компаний, на Deutsche Boerse – на 58%, на Токийской бирже – на 39%, на NASDAQ – на 34%<sup>6</sup>.

Если раньше зарубежным инвесторам было проблематично выйти на местные биржи – у каждой были свои стандарты при проведении сделок, клиринге, то со временем эти стандарты гармонизировались, повысив готовность международных инвесторов идти напрямую на иностранные рынки. Это снизило потребность компаний в зарубежных биржах – капитала стало хватать и у себя дома<sup>7</sup>.

У России, конечно, свой особый путь, и фондовый рынок не исключение. Большинство отечественных компаний предпочитает размещать акции в Лондоне. По меткому выражению председателя Совета директоров «Алор-инвест» А. Гавриленко «происходит определенная

---

<sup>6</sup> Оверченко М. Дома лучше // Ведомости, № 67 (1841), 16 апреля 2007.

<sup>7</sup> Так, финская Nokia изъяла акции из листинга в Лондоне после вступления Финляндии в Евросоюз и разрешения брокерам из других стран ЕС торговать на Хельсинской бирже. На сегодняшний день 91% акций Nokia принадлежит иностранным инвесторам, однако 68% объема торгов приходится на Хельсинки, около 25% – на NYSE.

идеализация западного рынка и «демонизация» российского»<sup>8</sup>.

Однако со временем наши компании полюбят свой рынок и будут размещаться на внутреннем рынке, а иностранные инвесторы будут торговать в Москве. Ведь раньше и в McDonald's стояли огромные очереди, а сегодня их нет!

На этом фоне перспективы отечественных площадок – РТС и ММВБ – представляются радужными. В целом, можно выделить следующие факторы, способствующие возвращению компаний на национальный рынок:

- «Дешевизна» и низкие временные затраты отечественных IPO.

С точки зрения стоимостных издержек внутренний рынок оказывается более эффективной площадкой для размещения, чем иностранные. Уже сейчас выход на биржу в России обходится в несколько раз дешевле, чем аналогичная операция за рубежом (Схема 1.1.2.). Ужесточение законодательства в США увеличило издержки на размещение в среднем до 5 млн. долл., а расходы на адаптацию корпоративного управления доходили до 30 млн. долл.

Временные затраты эмитентов на проведение IPO в России также значительно ниже аналогичных показателей зарубежных площадок. Если на ММВБ и РТС они варьируются от 120-160 дн., то на NYSE временные затраты достигают 345-510 дн., на LSE – 225-335 дн. (Таблица 1.1.1.).

**Таблица 1.1.1. Временные затраты эмитентов на проведение IPO**

№ п/п	Место размещения	Размещаемый инструмент	Юрисдикция регулирования	min/max	Временные затраты на весь процесс IPO, дней
1.	NYSE	ADR на акции российского эмитента	США	min	345
				max	510
2.	LSE-Main	GDR на акции российского эмитента	Великобритания	min	235
				max	335
3	LSE-AIM	GDR на акции российского эмитента	Великобритания	min	225
				max	265
4.	LSE-AIM	акции иностранного эмитента	Великобритания	min	135+x
				max	225+x
5.	ММВБ и/или РТС	акции российского эмитента	Россия	min	120
				max	160

Источник: www.micex.ru

<sup>8</sup> www.rcb.ru

Схема 1.1.2. Издержки на организацию IPO на внутреннем и внешнем рынках



Расходы на road-show и оплата услуг инвестиционных консультантов являются предметом переговоров. В зависимости от эмитента и параметров размещения могут колебаться в пределах 2-8% от объема IPO. Вознаграждения андеррайтерам внутри России на 0,5-2 процентных пункта ниже, чем при размещении на зарубежных площадках.

Источник: [www.micex.ru](http://www.micex.ru)

Не вдаваясь детально в требования фондовых бирж к листингу, необходимо отметить, что высокие планки рыночной капитализации компаний (в частности LSE – от 170 млн. ф.), количеству акций в свободном обращении (на LSE – 25%, на NYSE не менее 1,1 млн. акций), ряду финансовых показателей, наличие составленной отчетности по МСФО за 3 последних года, делают бессмысленным выход на зарубежные площадки при небольшой сумме размещения. Требования, предъявляемые к комплекту документов для листинга российскими биржами, более лояльны. Но для крупной компании с намерениями разместиться на сумму от 700 млн. долл. выход на LSE или NYSE необходим.

- **Государственная политика как основа преломления массового оттока эмитентов.**

Именно в руках государства сосредоточен мощный инструмент воздействия на преломленные сложившейся тенденции, и ФСФР пытается всячески препятствовать этому процессу, вво-

для новые ограничительные требования. При этом усилия государственной политики в отношении фондового рынка должны фокусироваться не на установлении административных барьеров, а на стимулировании российских эмитентов, а именно на:

- создании капитальной базы для привлечения инвестиций;
- совершенствовании правовой среды и развитии биржевой инфраструктуры.

Еще одной инициативой ФСФР стала разработка законопроекта о допуске к обращению на фондовый рынок РФ иностранных ценных бумаг<sup>9</sup>. Напомним, что законодательство запрещает листинг бумаг иностранных компаний на российских торговых площадках. Во всем мире этот запрет преодолевается *двумя способами*: между странами заключается взаимное соглашение, позволяющее действовать в чужой юрисдикции, или разрешается выпустить депозитарные расписки на акции. И действительно, депозитарные расписки являются самым удобным и поэтому – распространенным способом допуска иностранных эмитентов на внутренний рынок.

ФСФР также не против объединения РТС и ММВБ в *мегабиржу*, которая смогла бы конкурировать с ведущими европейскими площадками. Разговоры об этом ведутся еще с декабря 2006 г., но конкретных шагов пока сделано не было.

#### ▪ **Политика российских бирж в сфере привлечения эмитентов.**

Если западные биржи настроены скептически относительно наших компаний, то отечественные организаторы торговли ждут российских эмитентов «дома» с распростертыми руками. Сегодня в России около 170 тыс. предприятий в форме АО, и только 0,1% из них являются публичными. Иными словами, потенциал выхода компаний на рынок огромен; РТС и ММВБ, в свою очередь, не желают терять миллионы долларов на «утекающих» из России IPO.

Так, российские биржи работают над созданием собственных проектов торговых площадок для небольших компаний – альтернатив Лондонской AIM.

С 29 января 2007 г. на РТС начала работу площадка RTS-Start, предназначенная для размещения и обращения ценных бумаг эмитентов небольшой и средней капитализации – до 3 млрд. руб.<sup>10</sup>. В конце января 2007 г. первым эмитентом в RTS-Start стало *ОАО «Бумажная фабрика «Коммунар»*, маркет-мейкером по акциям которой выступила «Антанта-Капитал»<sup>11</sup>.

Группа ММВБ также идет по пути сегментации рынка ценных бумаг – на ФБ ММВБ был запущен аналогичный проект в секторе инновационных и растущих компаний (ИРК). Предполагается, что в рамках ИРК будут размещаться и торговаться бумаги высокодоходных и потенциально перспективных небольших компаний с капитализацией от 100 млн. до 5 млрд. руб., имеющих темп роста выручки 20% и/или осуществляющих деятельность в отраслях, связанных

<sup>9</sup> В декабре 2006 г. Госдума внесла поправки в Закон «О рынке ценных бумаг», приняв в третьем, окончательном чтении законопроект о российской депозитарной расписке. Закон о РДР вступил в силу с 1 января 2007 г.

<sup>10</sup> <http://www.rts.ru>

<sup>11</sup> <http://www.rts.ru>



с применением инновационных и высоких технологий<sup>12</sup>.

- **Растущее благосостояние населения как источник потенциальных длинных ресурсов для компаний.**

Приближается тот момент, когда решится другая проблема российского фондового рынка – отсутствие крупных инвесторов и длинных денег. В связи с потоком нефтедолларов у большинства людей появляются свободные денежные средства, которые нужно инвестировать. PR-кампании таких компаний, как Тройка-Диалог, Уралсиб, Максвелл Капитал сделали свое дело – время недоверия постепенно уходит в прошлое – население все с большей охотой несет деньги в финансовые институты. Наряду с надеждой на результаты пенсионной реформы, эти сдвиги помогут реализовать IPO не только мелким и средним компаниям, но и гигантам, подобным Роснефти.

- **Ужесточение требований листинга на LSE.**

По мнению ведущих инвестиционных фондов Великобритании<sup>13</sup> и Британской ассоциации страховщиков массовый приток на LSE компаний из развивающихся стран грозит фондовому рынку Великобритании увеличением волатильности и подрывает высокие стандарты британских индексов FTSE. Тем более что в последние годы в Лондон пришло довольно много компаний из России, Китая и Казахстана, многие из которых прибегают к услугам офшорных фирм. Кроме того, ряд компаний из России предлагают неадекватную защиту прав миноритариев, а их деятельность сопровождается громкими скандалами, что, в свою очередь, вредит репутации и LSE, и Лондона в целом, который становится магнитом для компаний с более низкими стандартами корпоративного управления, чем Нью-Йорк.

По словам Питера Батлера, сотрудника инвесткомпания Governance for Owners, «у лондонского Сити возрастают проблемы с репутацией, поскольку складывается впечатление, что индивидуальных вкладчиков заставляют самостоятельно оценивать новых игроков на рынке»<sup>14</sup>.

Подобная критика ставит под вопрос стратегию LSE, которая активно продвигает себя как главную площадку в регионе EMEA (Европы, Ближнего Востока и Африки) и предлагает компаниям из этого региона размещаться в Лондоне.

В то же время угроза ужесточения может прийти и еще с одной стороны. Если крупнейшая электронная биржа NASDAQ купит LSE, то и ее секция AIM может оказаться под угрозой. Альтернативный рынок по мнению Р. Кампоса – одного из комиссаров американской Комиссии по биржам и ценным бумагам, стал «похож на казино, и инвесторы будут к нему именно так

---

<sup>12</sup> <http://www.micex.ru>

<sup>13</sup> В феврале 2007 года группа финансовых институтов, включая Hermes, Fidelity, State Street, Royal London, Barclays Global Investors и M&G, официально обратились в FSA, потребовав обратить внимание на качество недавних размещений. По мнению фондов, в случае ухудшения экономических условий в странах и регионах деятельности таких компаний лондонский Сити может столкнуться с серьезными проблемами.

<sup>14</sup> <http://www.guardian.com>

относиться».<sup>15</sup> Это связано с тем, что регулятивные стандарты рынка AIM, как правило, игнорируются компаниями-эмитентами. При этом не стоит думать, что NASDAQ оставит свои попытки купить Лондонскую биржу, и хотя оба предложения о покупке компании были отвергнуты, представители американской биржи не теряют надежды на продолжение переговоров.

Таким образом, можно говорить о том, что потенциально на российском рынке ценных бумаг могут обращаться акции нескольких тысяч компаний. Это мощный инвестиционный ресурс, и отпускать его просто так на Запад – нелогично, ведь при соответствующей инфраструктуре и законодательстве все эти финансовые инструменты могут работать внутри страны, обеспечивая не только занятость квалифицированных специалистов и прибыль российским биржам, но и позволяя внутренним инвесторам, которыми в перспективе должна стать большая часть граждан страны (либо напрямую, либо через накопительную пенсионную систему), получить более удобные и выгодные условия работы.

---

<sup>15</sup> Кокшаров А. Лондон с подпорченной репутацией // Эксперт Online. – 6 апреля 2007.