

## Специфика IPO российских компаний

© 2007 Р.В. Прокофьев

Московский государственный университет экономики,  
статистики и информатики (МЭСИ)

Представлены особенности IPO (Initial Public Offering - первичное публичное размещение ценных бумаг) российских компаний. Выявляется, с какой целью используется данный вид финансирования, его положительные и отрицательные стороны. Определяются перспективы развития IPO в России.

В последние годы произошла стабилизация политической ситуации и продолжается активный экономический рост экономики нашей страны, присвоение России кредитного рейтинга инвестиционного уровня способствовало росту привлекательности российских компаний и всей экономики в целом для различных категорий инвесторов. Кроме того, усиление интереса инвесторов к развивающимся рынкам, в число которых входит и Россия, способствовало росту спроса на бумаги российских компаний. Одновременно и российские компании проявляют все больший интерес к проведению IPO (Initial Public Offering - первичное публичное размещение ценных бумаг).

В настоящее время идет интеграция российского фондового рынка с мировыми фондовыми рынками. Российские компании пытаются получить иностранные инвестиции путем эмиссии ценных бумаг за рубежом или привлечения институциональных инвесторов на российский рынок, где доходность намного выше (в сравнении с зарубежными фондовыми рынками). Возможность получить высокий доход затмевает высокий уровень рисков и нестабильности российского фондового рынка. Институциональные инвесторы играют решающую роль в формировании деловой среды, корпоративного управления и структуры фондового рынка<sup>1</sup>.

Однако пока на российском фондовом рынке существует масса проблем:

1) позиционирование себя российских компаний в качестве технологических структур, а не с финансовой стороны. "Крупная корпорация - субъект не техники, а информации и денег"<sup>2</sup>;

2) происхождение большинства крупного российского капитала (нефть и газ);

3) тотальный контроль над всей деятельностью компании (выражается в построении подконтрольной цепочки производства и реализации продукции);

4) отсутствие ориентации российского фондового рынка на доход акционера. Чаще всего операции с акциями используются для приобретения контроля над компанией, а не для получения дохода непосредственно от владения этими акциями;

5) высокие транзакционные издержки привлечения капитала на российском финансовом рынке;

6) высокие инвестиционные риски российского рынка;

7) отсутствие защиты и стимулирования развития привлечения инвестирования со стороны населения (однако, IPO ОАО «НК «Роснефть»», проведенное в 2006 г., продемонстрировало, как можно привлекать население к участию в эмиссии компаний);

8) разрозненность и непрозрачность происхождения капитала большинства российских компаний, а также асимметричная структура собственности, отсутствие информации о реальных собственниках. Имеет место заниженная оценка имущества компании (в целях налоговой минимизации), осуществление операций через оффшорные зоны и "серый" сегмент экономики, закрытость данных о фактическом финансовом состоянии компании;

9) отсутствие стабильности и предсказуемости.

Сейчас в России сложилась ситуация, когда процедура IPO стала очень популярной и широко обсуждаемой темой в экономических кругах. Многие компании изъявили желание участвовать в этом процессе. Многие российские компании исчерпали лимит собственного капитала для привлечения долгового финансирования и нуждаются в новых формах инвестирования. Собственники хотят продать часть вложенный в компанию, перераспределив, таким образом, риски, причем хотят продать акции по максимальной цене, но еще и минимизировать зависимость от узкого круга акционеров. Эти цели приводят их на публичный рынок капитала.

Представители международных бирж не скрывают своих планов по подготовке к массо-

<sup>1</sup> См.: *Евстигнеев В.Р.* Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. М., 2002. С. 17.

<sup>2</sup> Там же. С. 23-24.

вому выходу российских компаний на IPO. Ожидается, что большинство таких компаний составят не крупные финансово-промышленные группы (обладающие собственными ресурсами развития и близкими горизонтами роста), а средние российские компании, испытывающие наибольшую потребность в финансировании роста и обладающие амбициозными планами расширения.

В 2005 г. российские компании разместили на основных мировых площадках (лондонской и нью-йоркской биржах) ценные бумаги в объеме 6 млрд. долл. Однако это только начало, полагают эксперты инвестиционного банка "Morgan Stanley". По прогнозам банка, в 2006 г. российские компании могут увеличить эти показатели вдвое. Российские эмитенты проведут первичные размещения акций на общую сумму 10-15 млрд. долл.

В настоящее время можно выделить три группы потенциальных претендентов на IPO в России: 1) энергетические и металлургические компании; 2) компании, работающие в сфере услуг, строительстве, пищевой промышленности и сельском хозяйстве; 3) высокотехнологические компании.

При общем всплеске внимания к новому источнику роста правила, а главное - возможности рынка IPO - еще не стали прозрачными для российских компаний. Однако корпоративный мир продолжает наполняться слухами о новых IPO. И нередко месяцы и годы консультаций инвестиционных и финансовых компаний приводят к выводу о том, что IPO - не лучшее средство для конкретного кармана, планов, масштабов или потенциала. Так или иначе, в ближайшее время очевидные всему миру правила будут общепринятыми и в России. За одним "но": едва-едва научившись быть "локально публичными" для клиентов и потребителей, заставив себя сдерживать "публичные порывы в масштабах страны" во избежание налоговых претензий, компании должны научиться быть и оставаться "публичными по мировым стандартам".

Чтобы войти на рынок иностранного капитала, российским компаниям придется научиться учитывать в своей деятельности глобальные факторы. Придется привыкнуть и к тому, что словосочетание "темпы роста" обладает магическим действием. Перспективность своей компании можно оценить с точки зрения конъюнктуры мирового рынка и того, что известно миру о России:

1) какие темпы роста российской экономики оцениваются как достоверные;

2) какие события глобального значения связаны с отраслью, в которой работает компания;

3) о каких темпах роста отдельных отраслей известно и как они соотносятся с мировыми;

4) какой рентабельностью обладают мировые компании того же сектора;

5) по каким, специфичным для отрасли, показателям оценивают компании аналогичного сектора;

6) как со всеми этими показателями соотносятся показатели компании.

Описание компании должно демонстрировать то, что она олицетворяет отрасль и ее самые позитивные тенденции, вписанные в мировой контекст и позитивно раскрывающие основные показатели, по которым инвесторы, как правило, оценивают компании отрасли. Инвестор прислушается к тому, как сама компания оценивает свой рынок, но технологично сравнит эти оценки с общепринятыми.

Можно сказать, что IPO является высшим по качеству видом финансирования компаний.

Данный вид финансирования, как и любой другой, обладает как положительными моментами, так и проблемами, оказывающими влияние на компанию.

К положительному влиянию можно отнести следующее:

1) получение дополнительного долгосрочного финансирования, что позволяет компании осуществить дальнейшее развитие своего стратегического плана и улучшить финансовое положение путем самостоятельной мобилизации денежных средств акционеров (причем размещение акций на биржевом рынке позволяет избежать наращивания кредиторской задолженности), при этом цели привлечения капитала должны быть определены, сформулированы, донесены до будущих акционеров и быть ими поняты и разделены;

2) определение и формулировка более точной и полной стратегии развития компании: стратегия отражает те принципы деятельности компании, которые сохраняются стабильными в течение длительного срока;

3) рост стоимости акций. Для этого компании-эмитенты должны иметь потенциал роста стоимости. Инвесторы вкладывают деньги, только если видят потенциал роста цены акций, которые они покупают;

4) котировка акций на бирже - это один из важных факторов, влияющий на улучшение имиджа;

5) улучшение репутации и престижа на рынке. Компания, осуществившая или находящаяся в процессе IPO, повышает свое значение в глазах инвесторов и партнеров;

6) оптимизация структуры компании. В результате подготовки и проведения IPO проис-

ходит модернизация или ликвидация ненужных, затратных подразделений компании. Выявляются структуры, увеличивающие стоимость компании и уменьшающие ее, что позволит перевести финансовые ресурсы из одних в другие подразделения;

7) более высокий и качественный уровень культуры корпоративного управления и работы компании. Современные требования к корпоративному управлению, включая требования международных фондовых бирж и требования российского законодательства, предполагают центральную роль для независимых директоров в обеспечении должного внутреннего контроля и достоверности аудированной финансовой отчетности в акционерных обществах;

8) ликвидность акций, которая позволяет превратить их в средство платежа: торгуясь на фондовых площадках, акции российской компании могут быть применены в качестве залога для получения долгового финансирования, использованы вместо денежных средств для приобретения других компаний, оплаты консалтинговых и PR-услуг, поощрения среднего и высшего менеджмента;

9) возможность владельцев компаний использовать первичное размещение для выхода из бизнеса с премией. Снижение темпов роста стоимости компаний и политические риски подталкивают собственников бизнеса к продаже своих акций. IPO выступает и как механизм повышения продажной цены, поскольку позволяет создать справедливую стоимость компании в соответствии с международно-признанными нормами и зафиксировать личный капитал владельцев компании для последующих сделок со стратегическими инвесторами;

10) возможность использовать IPO как способ “легитимизации” бизнеса. Это касается как приватизированных частными структурами предприятий, так и государственных компаний, руководство которых спешит извлечь дивиденды из благоприятной политической и финансовой конъюнктуры (например, следующие госкомпании: ОАО «НК «Роснефть»», ОАО «Внешторгбанк», ОАО «КАМАЗ», РАО «ЕЭС России» и ОАО «РЖД»);

11) увеличение капитализации стоимости компании. Причем на разных рынках (на российском, американском, европейском) компания может быть оценена по-разному: на одном рынке компания может быть высоко, а на другом низко оценена. Для российских компаний оценка затруднена тем, что отечественный рынок является развивающимся, и это заметно ус-

ложняет составление надежных прогнозов по доходу и рискам;

12) способ хеджирования бизнеса от политических рисков. Выводя акции своих компаний на зарубежные биржи, российские предприниматели пытаются застраховаться от риска поглощения государственными структурами по рыночной цене. Представляется, однако, что компании, не связанные напрямую с государством, не смогут таким образом умерить “рейдерские” аппетиты последнего. Например, ОАО “ВСМПО-Ависма” неоднократно заявляло о намерении провести IPO, очевидно, пытаясь остановить передачу блокирующего пакета акций государству, однако можно с большой уверенностью сказать, что поглощение компании Рособоронэкспортом предотвратить не удалось. В последнее время сообщалось об усилиях по выходу на IPO, предпринимаемых телекоммуникационной компанией “СМАРТС” с целью защиты от поглощения структурами, действующими в интересах Мининформсвязи (Информационно-аналитический бюллетень №67 компании АКЦИОН БКГ).

Проблемы, возникающие при IPO:

1) при осуществлении IPO к компании предъявляются жесткие требования по ведению бухгалтерского учета и отчетности. Финансовая отчетность должна быть подготовлена в соответствии с международными (IAS) или в соответствии с американскими стандартами бухгалтерского учета и отчетности (GAAP) (в зависимости от места проведения эмиссии), что требует привлечения дополнительных специалистов для перевода российского бухгалтерского учета к вышеперечисленным стандартам;

2) в результате эмиссии компания становится открытой, публичной, происходит потеря конфиденциальности бизнеса. Информация о собственниках, о деятельности компании становится общедоступной, что также может сыграть отрицательную роль для дальнейшего ее развития;

3) в случае если компания берет свои слова обратно путем отзыва содержания распространенного пресс-релиза или отказа от части стратегических планов, то это сильно подрывает доверие инвесторов и аналитиков к компании. Подобная коммуникационная ошибка может выразиться в прямых экономических потерях;

4) потеря контроля над компанией может привести к поглощению компании конкурентами, однако пока в российских реалиях публичный статус защищает компании от недружественных поглощений и захватов: по словам главы Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) Олега Вьюгина, в отношении рос-

сийских компаний, прошедших процедуру IPO, не было ни одного случая недружественного поглощения;

5) размывание голосующего пакета не позволяет принимать судьбоносные решения единолично руководством компании, что приводит к ограничению свободы действий;

6) при подготовке и в процессе эмиссии происходит отвлечение менеджмента и непосредственно высшего руководства от основного бизнеса, что может вызвать ошибки в работе и упущение других важных моментов;

7) процесс эмиссии очень трудоемкий и требует большого количества времени (от полугода и более) и сил;

8) на результат эмиссии и дальнейшее положение ценных бумаг активно влияет поведение инвесторов, которое может стихийно поменяться на 180°, что особенно наблюдается на развивающихся рынках, в том числе и на российском рынке. Чаще всего это может быть вызвано нехваткой информации. После завершения IPO с выходом акций на вторичный рынок появляется возможность оценить, насколько успешно оно оказалось. Во-первых, для эмитента очевидным признаком успеха является тот интерес, который акции вызвали у инвесторов - объем спроса, зафиксированный в книге андеррайтера, и превышение окончательной цены над теми оценками, которые были приведены в меморандуме (проспекте). Существует мнение, что критерием удачного размещения является появление ликвидного рынка акций и резкий рост цены акций на вторичных торгах. По данному вопросу цели эмитента и инвесторов прямо противоположны - инвесторы заинтересованы в высокой премии за первичное размещение, эмитент же заинтересован в обратном. Следует отметить, что эффект "занижения цены размещения" характерен для всех рынков, и IPO российских компаний не исключение. Вместе с тем можно утверждать, что резкое снижение цены акций компании однозначно расценивается как негативный признак, поскольку даже действия андеррайтера не смогли предотвратить падение цен. Кроме того, существуют и другие факторы, на которые следует обращать внимание, например, структура и состав инвесторов. По некоторым оценкам, число инвесторов, обычно получающих акции при типичном IPO, не превышает тысячи человек. Если акции приобрели инвесторы-спекулянты, то вторичный рынок будет ликвидным, но цены могут оказаться весьма непостоянными. Если же акции приобрели фонды, то, учитывая длительность их горизонтов инвестирования, это отрицательно повлия-

ет на ликвидность, но стабилизирует цену. Компания-эмитент должна определиться с кругом потенциальных инвесторов еще на этапе выбора андеррайтера, и если круг инвесторов, которые приобрели акции, оказался не соответствующим ожиданиям эмитента и андеррайтера, вряд ли такое размещение можно назвать успешным.

Так как первым по важности источником информации о компании является сама компания, то и ответственность за ее оценку лежит на тех представителях компании, которые находятся на связи с инвестиционным сообществом. Прежде всего, это сотрудники службы по связям с инвесторами. Именно они должны обладать всеми необходимыми инвестору данными, одновременно для всех участников рынка распространять информацию, пояснять и анализировать события, связанные с компанией, и отвечать на вопросы;

9) собственникам компании придется делиться с акционерами результатами своей деятельности;

10) раскрытие величины заработной платы менеджмента компании для России с ее спецификой может также выступать в качестве отрицательного момента;

11) результат от IPO может быть разным, как положительный, так и отрицательный;

12) нестабильность рынка ценных бумаг порождает большие масштабы отклонений в стоимости акций;

13) характерны большие финансовые затраты и сложность в выборе площадки размещения. Западные и прозападные специалисты высказывают такое мнение: особенности российского законодательства по рынку ценных бумаг делают IPO на российских биржах столь юридически сложным и длительным процессом, что гораздо проще и быстрее размещаться за рубежом. Этот тезис активно используют зарубежные организаторы торгов, некоторые из них даже создали специальные подразделения по работе в России и странах СНГ. Однако если брать в расчет издержки размещения, то оценки показывают, что при размещении в России затраты компании окажутся на порядок ниже, чем при размещении за границей (неснижаемые издержки на российском рынке составляют около 24 тыс. долл., на международных рынках порядка 200-400 тыс. долл.). Для некрупных компаний это может оказаться решающим фактором;

14) "страновые" риски образуются при размещении акций среди иностранных акционеров: в случае потери доверия к стране иностранные акционеры будут избавляться от акций ком-

пании, что может резко снизить ее капитализацию.

В настоящее время большие усилия регулятора фондового рынка и всех участников рынка направлены на то, чтобы сделать проведение IPO на российских фондовых площадках выгодным для эмитентов и инвесторов.

Еще одним подтверждением улучшения ситуации может служить то, что в законодательство о рынке ценных бумаг России был внесен ряд положительных изменений, которые явились еще одним шагом по приближению отечественного финансового рынка к существующим международным стандартам. Изменения, которые внесла Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) России, в основном касаются положений, регулирующих процедуры размещения ценных бумаг российскими эмитентами, в частности вопросы осуществления преимущественного права приобретения ценных бумаг, а также совершенствования правил ценообразо-

вания при IPO, раскрытия информации и выпуска депозитарных расписок.

С внесением изменений в законодательство процедура IPO вместо 16-18 недель (с момента государственной регистрации выпуска до момента начала вторичного обращения) будет занимать от 3 до 3,5 недели.

Российские биржи - Фондовая биржа ММВБ и РТС - планируют создать альтернативные площадки для небольших компаний. Так, ФБ ММВБ желает развивать отдельный сектор для инновационных и растущих компаний с небольшой капитализацией, а РТС намерена создать торговую площадку с минимальными требованиями к раскрытию информации, аналогичную лондонской AIM. Данные изменения в среднесрочной перспективе позволят при последующих размещениях привлечь капитал в размере 5-8 млрд. долл. США на российские фондовые биржи и существенно превысить прежние объемы.

*Поступила в редакцию 01.11.2006 г.*