

## ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ IPO В РОССИИ

©2012 Н.С. Айрапетов

Институт Европы Российской академии наук, г. Москва

E-mail: Nikitaserg@gmail.com

Рассматривается процесс развития в России практики размещения акций как на российских, так и на мировых фондовых биржах. Производится анализ IPO в качестве источника дополнительного финансирования операционной деятельности. Подчеркивается, что в условиях современной экономики данный инструмент привлечения финансирования все чаще используется российскими компаниями.

*Ключевые слова:* рынок ценных бумаг, IPO, эмиссия акций, инвестирование, привлечение финансирования.

В настоящее время развитие рынка ценных бумаг в России связано с повышением роли акционерного финансирования деятельности компаний. Одна из самых популярных и динамично развивающихся форм финансирования инвестиций - первичное публичное размещение акций. Несмотря на давнюю известность и широкое применение за рубежом, в России эта форма привлечения капитала появилась сравнительно недавно.

Под первичным публичным размещением (IPO) следует понимать размещение простых и привилегированных акций нового выпуска на бирже либо иным способом (у финансового посредника) неограниченному кругу лиц. В это понятие включается ряд существующих разновидностей IPO.

1) PPO (Primary Public Offering) - первый выпуск ценных бумаг компании, проводимый одновременно с изменением ее организационно-правовой формы (в процессе реорганизации: преобразования, слияния, присоединения, выделения);

2) Follow-on - дополнительный выпуск акций, размещаемый акционерным обществом открытого либо закрытого типа, с получением статуса публичной компании;

3) SPO (Secondary Public Offering) - продажа в ходе публичных торгов крупного пакета ранее размещенных акций, принадлежащих акционерам;

4) DPO (Direct Public Offering) - прямое публичное размещение эмитентом акций непосредственно первичным инвесторам, без использования организованного рынка, возможно, через посредника.

Отдельными видами размещений, по нашему мнению, являются:

1) Placing (вторичное публичное размещение), т.е. публичное размещение акций, которые уже торгуются на бирже;

2) Private offering - частное размещение или предложение акций компании (возможно, через посредника) среди заранее известного узкого круга лиц.

Как правило, все виды размещений ведут к увеличению собственного капитала, но в случае публичного размещения акции выпускаются публичной компанией, которая раскрывает информацию о себе, является прозрачной, принадлежит широкому кругу акционеров<sup>1</sup>. Что касается частного размещения, то оно представляет собой некое закрытое для широкой общественности мероприятие, где эмитент не является хорошо известной фигурой. В связи с этим и инвестиции в такие акции служат для инвесторов высокорискованными вложениями.

Предпосылками к повышению роли первичных размещений, как способу привлечения финансовых ресурсов, стали изменения в российском законодательстве, а также существенные улучшения в практике корпоративного управления компаний, повышение прозрачности, раскрытие реальных собственников, сокращение числа нарушений прав миноритарных акционеров. В масштабах национальной экономики IPO дает возможность перераспределять временно свободные денежные ресурсы через рынок ценных бумаг в отрасли, нуждающиеся в инвестициях для развития.

Однако стоит отметить, что IPO проходит более успешно, если незадолго до него был привлечен крупный кредит, проведен облигационный заем или привлечен прямой инвестор (для инновационно активных компаний - это венчурные инвесторы). Дело в том, что такого рода инвестиции существенно повышают доверие инвесторов и к размещаемым на фондовом рынке акциям.

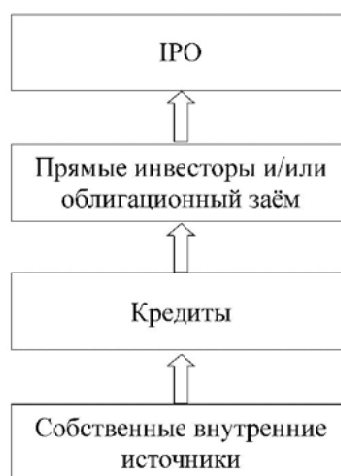
Если сравнить значение всех используемых инструментов инвестирования с точки зрения величины их вклада в стоимость бизнеса и объем привлекаемых средств, то их можно ранжировать следующим образом (см. рисунок).

**Величина вклада в стоимость  
бизнеса и объем  
привлечённых средств**



И, наконец, *четвертый и последний этап* - выход на мировой уровень публичности компании с освоением практики работы на фондовом рынке, что сопровождается обретением рыночной капитализации и подтверждением ее в период после проведения размещения.

**Требования к уровню  
развития компании**



**Рис. Взаимозависимость величины вклада в стоимость бизнеса / объема привлекаемых средств и требований к уровню развития компании**

Как это представлено на рисунке и показывает практика инвестирования, наибольший вклад в стоимость бизнеса вносит как раз IPO. Далее идут прямые инвестиции и облигационные займы, кредиты и, наконец, собственные источники предприятий.

В то же время использование компанией IPO возможно лишь на высшем этапе ее развития, когда она уже прошла, как правило, более низкие ступени (левая схема).

*Первый этап* - освоение практики высокоэффективного использования собственных средств из внутренних источников, сопровождающееся ростом конкурентоспособности, а также инвестиционной привлекательности компании.

*Второй этап* - эффективная система управления развитием, положительная кредитная история, сопровождающаяся ростом инвестиций, инвестиционной привлекательности и динамичным ростом стоимости компании.

*Третий этап* - создание корпоративной системы управления, освоение новых инструментов (выпуск облигационного займа, привлечение стратегических инвесторов), сопровождающиеся более высоким ростом стоимости компании.

Таким образом, IPO создает большие возможности для результативного управления капитализацией и инвестициями, что требует удовлетворения компании самым высоким требованиям к культуре бизнеса и в частности управления. А так как большинство российских компаний находятся на первых двух этапах развития, то решение о проведении IPO приводит часто к значительным рискам и затратам времени и средств.

Стоит отметить, что, как правило, ни один из источников инвестиций не может сам по себе полностью покрыть потребности компании в инвестиционных ресурсах. Анализируя российский и зарубежный опыт, можно прийти к выводу, что в большинстве случаев в зависимости от этапа развития компании, специфики рынка и отрасли используется комбинация из двух и более источников инвестиций.

Анализ российской практики, проведенный за период с 2002 по 2011 г., показал:

а) отечественные сырьевые и крупные обрабатывающие компании, в основном занимающиеся первым циклом переработки сырья, используют IPO зачастую для повышения возможностей привлечения дешевых внешних заимствований;

б) компании банковского сектора и сферы услуг, в том числе финансовых, покрывают свои инвестиционные потребности в основном за счет финансово-промышленных групп, частью которых они и являются. В дальнейшем основным источником привлечения инвестиций для них становятся кредиты, в том числе межбанковские.

Подобным образом, в частности, работает «Альфа-банк» («Альфа-групп»). Случаи проведения первичного публичного размещения в банковской сфере единичны и характерны на сегодня лишь для банков с государственным участием - ВТБ, Сбербанк. Такие размещения решают в основном задачи привлечения дополнительных средств в казну и привлечения на рынок значительного числа инвесторов, придавая таким IPO статус «народных».

Частные же банки в основном предпочитают совмещать кредитные и облигационные займы, с продажей доли стратегическому инвестору. Тем более, что в последнее время имеется значительный спрос на российские банковские активы со стороны крупных международных финансовых институтов. Так, в частности, в 2006 г. ОАО «АКБ «РОСБАНК»» предпочло продать 51 % акций группе Société Generale проведению IPO.

При рассмотрении инструментов привлечения в прочих отраслях экономики, в частности при рассмотрении сектора российских сельхозпредприятий, характерно использование трех основных источников инвестирования - кредитов, в том числе краткосрочных, государственных субсидий и лизинга, причем в лизинг продается не только оборудование и сельхозтехника, но и животные.

Необходимо отметить, что IPO в России в качестве инструмента привлечения источника финансирования развития и достижения стратегических целей компаний в настоящий момент наиболее широко используют компании телекоммуникационного и IT-сектора.

Применение того или иного источника привлечения средств в итоге зависит от целей, поставленных компанией. Именно за счет выбора наиболее оптимального источника финансирования и достигается эффективность использования привлеченных средств.

В России практика проведения первичных публичных размещений не такая обширная, как в Европе, США и на лидирующих развивающихся рынках, в частности в Бразилии, Индии и Китае. Объяснение данного факта простое и извест-

ное: в России переход от плановой экономики к рыночной происходил в течение достаточно продолжительного периода. На фоне глубокого кризиса, охватившего экономику страны в 1990-е гг. и сопровождавшегося перераспределением сфер влияния, IPO не могло быть инструментом привлечения инвестиционных ресурсов.

Учитывая активность проведения российскими компаниями первичных публичных размещений, можно выделить четыре этапа современного периода развития.

*Первый этап.* Формирование рынка (1996-2002): первые IPO российских компаний были единичными и осуществлялись на иностранных биржах. История российских IPO началась благодаря компании «Вымпелком»: 15 ноября 1996 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) началось обращение депозитарных расписок на ее акции. Следующей компанией, которая стала публичной, оказалась «Толден Телеком», разместившая свои акции на NASDAQ в 1999 г. Первое размещение на внутреннем рынке провела компания «РБК»: в 2002 г. было привлечено 14 млн. долл. благодаря размещению акций на РТС и ММВБ.

*Второй этап.* Становление рынка (2003-2007): значительное увеличение числа размещений, совершенствование российской регулятивной и биржевой инфраструктуры. С 2003 г. начался значительный рост числа российских компаний, выходящих на первичный рынок. Наиболее заметным этот процесс был в 2005-2007 гг., когда свыше 50 компаний стали публичными. Рекордным по количеству IPO стал 2007 г., при этом Россия вышла в лидеры среди стран Европы: отечественные компании предложили инвесторам акции почти на 30 млрд. долл., тогда как рынок Великобритании составил 22 млрд. долл., а Германии - 11 млрд. долл.

Параллельно с ростом объемов рынка происходили и институциональные изменения: благодаря протекционистской политике усиливались позиции российских фондовых бирж, которые стали всерьез рассматриваться как альтернатива размещению акций на иностранной бирже<sup>2</sup>.

Сырьевая направленность российской экономики находит свое отражение в структуре первичного рынка, на котором преобладают добывающие компании. В сравнении с мировым рынком на российском рынке представлено меньшее число отраслей, низка доля высокотехнологичных компаний.

*Третий этап.* Кризис (2008-2009): отмена подавляющего большинства объявленных размещений.

За 2008 г. только две компании решились провести значительные по объему сделки с акционерным капиталом: “Глобалтранс” и ТГК-7. Также получило листинг на Лондонской бирже ОАО “Акрон”, и незначительную долю акций разместила на Франкфуртской бирже компания “Тракторные заводы”; 32 компании анонсировали свой выход на биржу в 2009 г., 5 компаний планировали выйти на биржу в том же году или позже; более 60 компаний - в период с 2009 по 2012 г. Все эти размещения были отложены.

*Четвертый этап.* Восстановление рынка (2010-2011): выход российских компаний на рынки акционерного капитала. Восстановление российского рынка размещений началось в конце 2009 г., когда некоторые отечественные компании снова начали проводить вторичные размещения акций. За 2010 г. состоялось 12 размещений, знаковыми среди них стали мероприятия, проведенные фирмами “РУСАЛ”, “Протек”, “Трансконтейнер”, “Мостотрест”, Mail.ru. Дальнейшее восстановление рынка будет определяться ситуацией на мировых финансовых рынках и развитием событий, связанных с проблемными экономиками Еврозоны. В течение первых 9 месяцев 2011 г. на биржу вышли компании “ГМС”, “Русагро”, “Эталон”, “Новос банк”, “Яндекс” и Global ports. Таким фирмам, как “ЧТПЗ”, Еп+, “Юг Руси”, “Евросеть” и ряду других пришлось отложить размещения. Необходимо подчеркнуть, что в данный период достаточно весомую роль играли размещения акций высокотехнологичных компаний<sup>3</sup>.

Привлечение капитала как одна из наиболее значимых целей IPO осуществляется для решения конкретных задач, каковыми могут являться потребности в инвестиционных ресурсах для реализации стратегии органического роста (расширения производства, развития сети, открытия филиалов) или финансирования сделок слияний и поглощений, модернизации производства или реструктуризации задолженности. Для российских фирм IPO стало одним из инструментов инвестиционного развития бизнеса: в маркетинговых документах по сделкам более 85 % компаний указывали, что выручка от размещения акций будет направлена на инвестиции, около 15 % компаний полностью или частично направили средства на реструктуризацию долга.

Рассматривая вышесказанное в контексте современных реалий развития экономики в России, можно сделать определенные выводы о тенденциях и перспективах дальнейшего развития зарубежных IPO российских компаний. Наличие значительного количества благоприятных факторов, таких как политическая стабильность, рост экономики, повышение доверия к фондовому рынку инвесторов, укрепление курса национальной валюты и др., создаст устойчивые предпосылки для массового выхода крупных и даже средних по размеру российских компаний на первичный рынок капитала.

<sup>1</sup> Карамин И.С., Талоков А.П. Эмиссия акций: теоретические аспекты. М., 2010. С. 53.

<sup>2</sup> The PNB Company. Исследование “Russian IPO Pioners-4”, 2009. С. 40.

<sup>3</sup> Нефедов П. Механизм вывода акций российских высокотехнологичных компаний на биржу // Ведомости. 2010. № 102 (184).

*Поступила в редакцию 03.02.2012 г.*