



Владимир Меркушев
директор по исследованиям
компания «Эрнст энд Янг»

Дмитрий Сущев
руководитель направления промышленных
товаров отдела консультационных услуг
по сделкам компании «Эрнст энд Янг»

IPO: ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ

За последние два года почти все крупные российские компании, за исключением нефтяных, объявили о намерении провести IPO. Пока реальность гораздо скромнее: лишь 3–4 компаниям удалось претворить свои планы в жизнь. Тем не менее мы ожидаем, что на протяжении ближайших 3–4 лет число и объем первичных размещений будут увеличиваться. Для того чтобы провести IPO через 2 года, подготовку к нему надо начинать уже сегодня.

Аббревиатура *IPO* (*initial public offering*, или первичное размещение акций на открытом рынке) становится модной в России. Не такой модной, как в США в конце 1990-х годов, но все же часто употребляемой. Почти все наиболее значимые компании (кроме компаний нефтяного сектора) объявили о планах размещения. Каждый месяц в Москве проходят семинары по первичному размещению акций. *IPO* посвящаются *Web*-сайты и статьи в глянцевых бизнес-журналах.

Все хотят *IPO*, но мало кто его видел. Можно пересчитать по пальцам российские компании, которые провели настоящее первичное размещение акций на открытом рынке. Строго говоря, нам удалось насчитать за 8 лет только 7 случаев, когда и компания была безоговорочно российской, и размещение, безусловно, первичным и открытым.

КТО ВИНОВАТ?

Можно предложить несколько объяснений сегодняшнему относительно небольшому объему размещения акций российскими компаниями.

Прежде всего, большинство российских и международных фондов инвестирования в российские акции «обожглись» на российском кризисе 1998 г. Это означает, что риск инвестиций в российские акции воспринимается как высокий и соответственно сохраняются высокие ожидания относительно доходности. Возможно, инвесторы по-прежнему ожидают доходности вложения в российские акции при *IPO* на уровне 15–20% годовых.

Между тем стоимость долгового капитала для большинства надежных компаний стабильно ниже 10% годовых в долларовом выражении, т. е. ниже российского уровня инфляции потребительских

цен. Также в ряде отраслей владельцы потенциальных кандидатов на *IPO* находили стратегических покупателей и продавали им часть бизнеса или создавали совместные предприятия для привлечения средств. Даже те компании, которые начинали подготовку к *IPO*, быстро обанкривались, что дешевле и проще привлечь деньги на финансовом рынке или средства зарубежного стратегического инвестора.

За последние 5 лет российская экономика выросла примерно на 175% в долларовом выражении, или в среднем на 23% в год. Причем 2/3 этого роста были обусловлены ревальвацией рубля к доллару и повышением долларовых цен почти на все сырьевые товары. Для владельцев компаний делиться плодами такого гиперроста с портфельными акционерами действительно было не очень разумно, особенно в ситуациях, когда суще-

ствовали источники долгового финансирования.

Помимо комиссии за размещение акций (которая сама по себе достаточно высокая), компании, размещающие акции на открытом рынке, должны нести затраты по созданию высокого уровня открытости и поддержке его после проведения IPO.

Для того чтобы разместить свои акции на рынке, может потребоваться реструктуризация компании и приведение ее в соответствие требованиям зарубежного законодательства и инвестиционных фондов. В данном случае речь идет не только о затратах на юристов и международный аудит, но и о стоимости времени руководства, без участия которого реструктуризация и подготовка компании к продаже невозможны, а также о предполагаемых налоговых потерях при переводе всех операций на единое российское юридическое лицо.

Также компания должна реорганизовать системы внутреннего контроля. Многие руководители чувствительны к возможным «моральным издержкам», например, связанным с необходимостью раскрывать уровень зарплат руководства компании.

Законодательные требования к компаниям, акции которых могут покупать регулируемые инвестиционные фонды зарубежных стран, существенно ужесточились, особенно в США. В Великобритании и континентальной Европе подобные правила несколько либеральнее, но и здесь наблюдается тенденция к ужесточению.

Вообще международный рынок новых выпусков акций переживает не лучшие времена. В 2003 г. количество эмиссий снизилось до 793 (самый низкий уровень с 1990 г.). До самого низкого уровня с 1993 г. снизилась общая стоимость IPO, составив при этом всего 53 млрд долл.

Кроме того, международные рынки пока не особенно замечают Россию и страны СНГ. Ключевым регионом в прошлом году была Азия, и прежде всего Китай. Несмотря на нестабильность рынков из-за угрозы атипичной пневмонии, 2/3 всех IPO пришлось на этот регион, тогда как в Европе и Северной Америке их количество неуклонно снижалось. Азиатские компании привлекли больше половины всего капитала — около 28 млрд долл.

Определенную роль играет промышленная структура российской экономики. Наиболее привлекательными для инвесторов в России традиционно являются добывающие компании и компании ранней стадии переработки. В то же время на этот сектор приходится только 12%

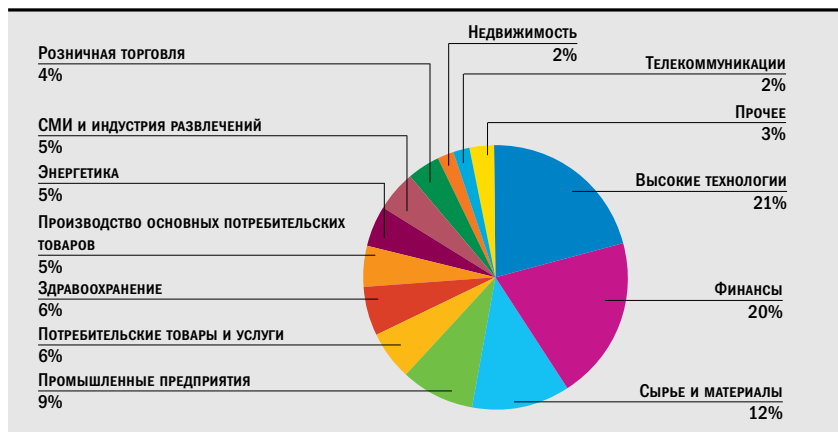
мирового рынка IPO (рис. 1), и можно ожидать, что примерно такую же долю составят глобальные портфели фондов, инвестирующих в акции. В любом случае из-за высоких цен на сырье именно эти компании меньше всех нуждаются в новых деньгах.

В результате большинство российских компаний пока предпочитают другие источники привлечения капитала: выпуск еврооблигаций или рублевых облигаций, банковское и проектное финансирование, продажу стратегического пакета ак-

осознали. В 2003 г. свои акции на зарубежных рынках разместили 6 компаний, которые привлекли 150 млн долл. для инвестиций в проекты в СНГ. По данным на начало сентября 2004 г., известные нам 4 размещения привлекли почти 300 млн долл. (данная сумма включает только размещения на российских биржах и на Лондонской бирже, возможно, были и другие).

Несколько объективных причин позволяют считать, что тенденция к росту объемов IPO будет долгосрочной.

Рисунок 1. АКТИВНОСТЬ МИРОВЫХ РЫНКОВ IPO ПО ОТРАСЛЯМ (КОЛИЧЕСТВО IPO) В 2003 Г.



ций конкурирующим компаниям или партнерам.

РЫНОК IPO БУДЕТ РАСТИ

Интерес к IPO по-прежнему сохраняется. Скорее всего, в ближайшие 3–4 года в России и СНГ увеличится количество компаний, желающих провести размещение.

В настоящее время нам известны несколько компаний, готовых к проведению IPO или которые могут быть готовы в течение 2–3 мес. и ждут лишь подходящего момента. Речь идет о возможных размещениях на общую сумму более 1 млрд долл. Два или три удачных крупных размещения и возросший энтузиазм как продавцов, так и покупателей могут вызвать цепную реакцию.

Для многих компаний «подходящий момент» уже наступил, хотя не все это

С точки зрения ожиданий зарубежных фондов ситуация пока остается неопределенной, и, возможно, расчетная доходность вложения в акции будет увеличиваться довольно медленно. Стоимость капитала для акций российских компаний во многом определяется риском вложений, который в свою очередь зависит от волатильности — от того, как сильно и быстро могут упасть акции. К сожалению, опыт ЮКОСа продемонстрировал это: стоимость акций снизилась почти в 5 раз за 11 мес., причем по обстоятельствам, мало зависящим от инвесторов и даже от руководства компании. Попутно отметим, что налицо прогресс по сравнению с 1998 г., когда за худшие 11 мес. акции всех крупнейших российских компаний, входящих в индекс РТС (а не одного только ЮКОСа), подешевели в среднем более чем в 10 раз.

Большинство компаний так или иначе вынуждены изменять структуру независимо от того, планируют они IPO или нет. Новая российская налоговая реальность такова, что в большинстве случаев некриминальный бизнес может быть прозрачным.

Что касается долгового и международного финансирования, его стоимость может вырасти, в том числе и из-за роста доходности международных долговых инструментов. Ставка рефинансирования в США почти неизбежно будет расти, а с ней, вероятно, и доходность 5-летней базовой серии, которая является ключевой для российского финансирования. В результате, даже если IPO не станут более привлекательными для российских компаний, относительная привлекательность альтернативных источников может уменьшиться.

му 53 млрд долл. против 332 IPO на сумму 23 млрд долл. в предыдущие 6 мес.

Отмечаемый подъем нельзя сравнить с пиком активности в период бума на рынках Интернет-технологий и телекоммуникаций в конце 1990-х годов, тем не менее многие финансисты рассматривают сегодняшнюю тенденцию (если она продержится) как возврат к норме после периода, когда большинство фондовых рынков было закрыто для IPO.

Возможно, еще рано с уверенностью говорить о стабильной тенденции. Одна-

ЧТО ДЕЛАТЬ?

Таким образом, рост объемов выпусков акций компаниями России и СНГ весьма вероятен. Подготовка к открытому выпуску акций, пожалуй, наиболее длительный и трудоемкий процесс на фондовом и финансовом рынках.

Несколько лет назад компания «Эрнст энд Янг» совместно с Гарвардским университетом провела глобальное исследование, в ходе которого были опрошены руководители более 2500 компаний, осу-

Рисунок 2. УРОВЕНЬ ПОДГОТОВКИ

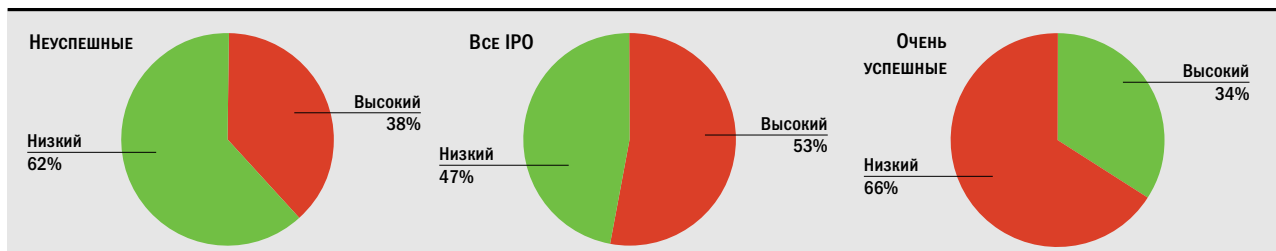


Рисунок 3. СЛАГАЕМЫЕ ПОДГОТОВКИ



Большинство компаний так или иначе вынуждены изменять структуру независимо от того, планируют они IPO или нет. Новая российская налоговая реальность такова, что в большинстве случаев некрипичный бизнес может быть прозрачным.

Все больше компаний готовят отчетность по международным стандартам. Правительство России недвусмысленно заявляет, что крупным компаниям в ближайшие годы необходимо будет перейти на международные стандарты финансовой отчетности. Для некоторых компаний это требование может стать обязательным уже в будущем году, независимо от их планов выпуска новых акций.

Ситуация на международных рынках может улучшиться. Повышение активности на рынке IPO в IV кв. 2003 г. и I кв. 2004 г. указывает на восстановление доверия инвесторов. За этот период было зарегистрировано 639 IPO на общую сум-

му 53 млрд долл. против 332 IPO на сумму 23 млрд долл. в предыдущие 6 мес. Если существующие темпы роста IPO сохранятся, то 2004 г. можно будет сравнить с 1998 г., не самым удачным годом, прошедшим под знаком кризисов в Азии и в странах СНГ, когда общая сумма примерно 1100 IPO составила 118 млрд долл. Тем не менее по сравнению с двумя предыдущими годами достижение аналогичного уровня в 2004 г. будет действительно означать восстановление рынка IPO.

Наконец, владельцы российских компаний и компаний СНГ могут быть более мотивированы на продажу долей в своих компаниях. В следующие 5 лет такого долларowego роста компаний, какой был в 1999–2004 гг., никто не ожидает. Об этом свидетельствуют итоги опроса компаний пищевой промышленности и сырьевых секторов, а также здравый смысл, поскольку цены на нефть и другие сырьевые товары не могут расти бесконечно.

ществивших IPO. Цель исследования заключалась в выявлении ключевых факторов, которые определяют успех первичного размещения. Респондентов просили оценить результаты размещения в долгосрочной перспективе как очень успешные, успешные и неуспешные. Эти и другие ответы, данные в ходе исследования, сопоставлялись с фактическими данными о результатах деятельности каждой компании (объем продаж, показатели прибыли и рыночная капитализация) за 3 года, прошедшие после завершения размещения. В результате оказалось, что в течение 3 лет после IPO средняя стоимость очень успешных компаний увеличилась в 2 раза; компании-неудачники за тот же период потеряли в среднем 10% своей стоимости в момент размещения.

Исследование показало, что основным фактором успеха является уровень подготовки.

Как следует из рис. 2, руководители почти половины из опрошенных нами компаний (47%) считают, что они были плохо подготовлены к IPO. О своей недостаточной подготовке сообщило большинство (более 60%) руководителей. В то же время более 1/3 руководителей компаний, IPO которых состоялось очень успешно, считают, что результаты были бы еще лучше в случае более высокого уровня подготовки.

В числе основных составляющих подготовку были названы факторы, представленные на рис. 3.

Вне зависимости от решения проводить IPO или искать иные способы финансирования вы не добьетесь успеха, если у вас нет грамотного и подробного биз-

нес-плана. Если вы решите разместить свои акции, то бизнес-план окажет неоценимую помощь при проведении рекламной кампании. При этом информационные потребности целевой аудитории (потенциальных инвесторов) должны рассматриваться с учетом ваших собственных информационных целей, того, что вы хотите донести до целевой аудитории. Тщательно подготовленный бизнес-план сэкономит ваше время и деньги на подготовку информационного меморандума и презентаций для инвесторов, позволив

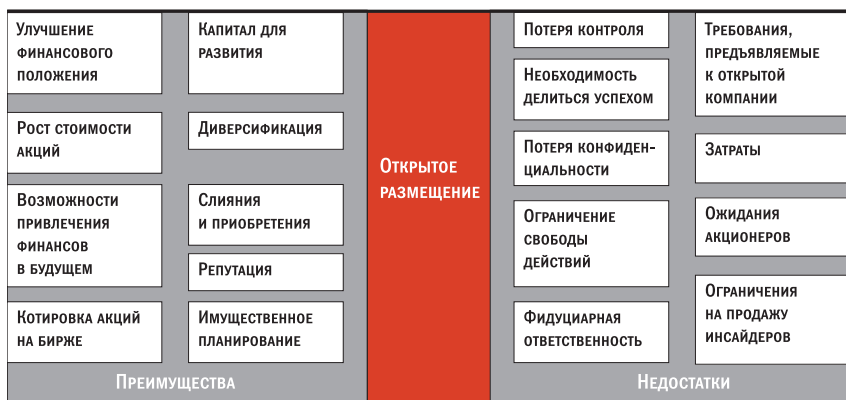
но повышая стоимость компании перед проведением IPO.

Кроме того, это возможность проанализировать варианты развития путем инвестиций в существующие активы или путем приобретения новых. Несколько успешных сделок в процессе подготовки к IPO могут существенно улучшить его результаты. Помимо покупки новых активов, такой сделкой может стать частное размещение акций среди ограниченного круга инвесторов. Например, в ходе подготовки к IPO компания «Вимм-Билль-

сти акций, здесь также велика роль подготовки.

Ликвидность акций зависит также от выбора площадки для проведения IPO. При сравнении разных фондовых рынков, кроме места размещения, также надо иметь в виду фактор затрат, связанных с размещением на конкретном рынке. Единовременные и ежегодные затраты должны быть положены в основу обоснования необходимости IPO. Данное обоснование может иметь форму ТЭО, дополненное анализом нефинансовых преимуществ и недостатков публичного размещения в конкретном случае (рис. 4).

Рисунок 4. ОБОСНОВАНИЕ НЕОБХОДИМОСТИ IPO



значительно ускорить процесс регистрации IPO.

При разработке бизнес-плана станет ясно, какие направления деятельности вашей компании создают стоимость, а какие ее снижают. Реструктуризация помогает сделать компанию более понятной для потенциальных инвесторов и аналитиков, к мнению которых они прислушиваются. Успешная реструктуризация позволит увеличить финансирование основных направлений путем извлечения капитала из непрофильных, одновремен-

но привлекая через частное размещение фонд Templeton.

При подготовке бизнес-плана следует уточнить цели проведения IPO и сравнить альтернативные возможности достижения данных целей. Первичное предложение акций – сложный и затратный процесс, поэтому всегда имеет смысл рассмотреть другие способы достижения поставленных целей. Альтернативы IPO нет только в том случае, когда цель – создать ликвидный рынок акций компании. Причем сам факт проведения IPO не гарантирует ликвидно-

ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

В ходе исследования, проведенного компанией «Эрнст энд Янг», руководители большинства структур, IPO которых было успешным, заявили, что начали подготовку за 2 года до начала размещения. Для повышения уровня подготовки многие отложили начало размещения, предварив его другими формами финансирования. Даже если вы примите решение отменить IPO в процессе подготовки, то время, потраченное на нее, не пропадет даром, так как компания, которая готова к IPO, готова и к любым другим способам финансирования. ■

Поздравляем!

ИФК «СОЛИД»

10 лет

Издательский дом «РЦБ» поздравляет ИФК «СОЛИД» с 10-летием со дня основания компании. За это время она заработала репутацию устойчивой и надежной финансовой структуры, что подтверждают многочисленные рейтинги и полученные ей награды.

В ИФК «СОЛИД» работает высококвалифицированная и амбициозная команда профессионалов, которой по силам решать самые сложные задачи, стоящие перед участниками российского фондового рынка.

Издательский дом «РЦБ» желает ИФК «СОЛИД» дальнейшего процветания, развития как традиционных, так и новых для компании направлений бизнеса. Удачи во всем!

Генеральный директор ИД «РЦБ» А. В. Коланьков