

*Носов С. Д., аспирант Института МИРБИС, г. Москва, nosovnyse@gmail.com*

## ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА IPO В РОССИИ

*В статье на широком теоретическом материале и статистическом анализе российских и иностранных исследований дается обзор современного состояния рынка IPO в России и изучаются перспективы его развития. Раскрываются проблемы, препятствующие развитию данного сегмента финансового рынка. На основе вторичных данных и мнения экспертов инвестиционной среды проводится детальный анализ текущего состояния сектора IPO. По итогам исследования определяются основные направления, требующие изменения, и методы по их модернизации для развития данной финансовой отрасли.*

**Ключевые слова:** IPO (первичное публичное предложение), ценные бумаги, фондовый рынок, российские эмитенты, стратегии российских компаний, привлечение капитала.

### Введение

На современном этапе развития финансового рынка России возникает необходимость использования эффективного источника финансирования потребностей компаний. Классические методы привлечения: депозиты и остатки на счетах физических и юридических лиц, мобилизуемые кредитными организациями и предоставляемые компаниям в виде ссуд (РЕПО<sup>1</sup>), а также векселя и облигации, становятся недостаточными для полноценного финансирования компаний.

С развитием процессов глобализации и повышением мобильности капитала в России становится актуальным метод фондирования через выход на публичный рынок — первичное публичное предложение акций (Initial Public Offering, IPO).

Целью данной статьи является анализ существующего рынка IPO в России, выявление ключевых проблем развития данного

сегмента финансового рынка и формирование рекомендаций по их устранению.

В отечественной литературе аббревиатура IPO переводится как первичное публичное размещение акций. Первичность размещения подразумевает, что на открытом рынке акции компании ранее не обращались, а публичность означает, что акции распространяются среди неопределенного числа инвесторов<sup>2</sup>.

К основным преимуществам IPO можно отнести, во-первых, доступ к долгосрочному капиталу на открытом рынке на гораздо более выгодных условиях, чем обращение к кредитным банковским ресурсам, частным займам или венчурному капиталу<sup>3</sup>. Во-вторых, это улучшение текущего финансового состояния компании, повышение престижности и рост возможностей по продвижению бизнеса. В-третьих, получение компанией оценки текущей рыночной стоимости, а это важно при расширении бизнеса по-

<sup>1</sup> Сделка РЕПО (от англ. repurchase agreement, геро) — сделка покупки (продажи) ценной бумаги с обязательством обратной продажи (покупки) через определенный срок по заранее определенной цене.

<sup>2</sup> Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. №39-ФЗ (в ред. Федерального закона от 15.04.2006 г. №51-ФЗ).

<sup>3</sup> Демченко А. Битва за российские IPO // Рынок ценных бумаг. 2006. №10. С. 22–24.

средством слияний и поглощений, диверсификации активов и использовании акций как залога для получения займа. В-четвертых, открывает возможность альтернативного размещения средств частными инвесторами и сторонними юридическими фирмами. Наконец, IPO дает возможность привлечь и удержать высококвалифицированный персонал и в первую очередь ключевых менеджеров.

Следствием высококвалифицированного моделирования выпуска ценных бумаг является рост благосостояния инвесторов, доверие которых к фондовым рынкам в России, к сожалению, за последние годы сильно снижается.

## Динамика рынка IPO в России

Объем первичных размещений акций на мировом финансовом рынке снизился в 2012 году до минимального уровня с начала кризиса на фоне сигналов ослабления темпов глобального экономического подъема, а также разочаровывающего IPO социальной сети Facebook Inc., после которого многие компании приняли решение отложить выход на рынок.

По данным агентства Bloomberg совокупный объем IPO в прошлом году составил 112 млрд долл. — это самый низкий уровень с 2008 года<sup>4</sup>.

Первичные размещения в Западной Европе сократились на 2/3 по сравнению с показателем 2011 года — до 9,91 млрд долл., опасения в отношении китайской экономики привели к уменьшению объема IPO в Азии на 43% — до 46,7 млрд долл.

Данный спад на рынке IPO в России не случаен и вызван рядом трудностей, с которыми компаниям приходится сталкиваться как на законодательном, так и на внутри регулируемом уровнях.

Российские эксперты выделяют следующие ключевые проблемы публичного размещения акций.

1. Конфликт интересов акционеров и инвесторов. Инвестиционный банк — организатор размещения, с одной стороны, хочет установить хорошие отношения с акционерами, предлагая им справедливую цену, а с другой, защищает интересы инвесторов, оберегая свою репутацию.

2. Недостаточность учетно-клиринговой инфраструктуры. Важной проблемой является отсутствие центрального депозитария.

3. Несовершенство российского законодательства. Российское законодательство, регулирующее корпоративные отношения в России, не позволяет в полной мере развивать процессы IPO, не формирует потребности у отечественных компаний прохождения этапа публичности, приводит к удорожанию сопровождающих услуг. В результате отсутствует массовость использования инструмента IPO отечественными компаниями.

4. Слабость российских финансовых институтов. Ограниченное число клиентов большинства российских банков определяет доминирующее положение иностранных банков на рынке IPO.

5. Раскрытие внутренней информации компании. Сведения, содержащиеся в регистрационном заявлении и в последующих документах, раскрывают информацию, которая ранее предназначалась только для внутрикорпоративного использования.

6. Длительность основной процедуры. Проведение размещения акций является достаточно длительным. Это связано как с самим процессом размещения, регулируемым законодательством, так и с подготовкой компании к успешному выходу на публичный рынок. Анализ показывает, что российским компаниям на подготовительные мероприятия для проведения IPO может потребоваться от 1,5 до 3 лет.

7. Дополнительные финансовые затраты. Выход компании на биржу требует значительных затрат. Их можно условно разделить

<sup>4</sup> Bloomberg. IPOs Slump to Lowest Level Since Financial Crisis. By Lee Spears, Ruth David & Fox Hu. Dec 28, 2012.



**Рис. 1.** Динамика роста акций МегаФон (MFON)

*Примечание.* Данные взяты с информационного агентства РБК 04.06.2013. График построен автором на основе онлайн конфигуратора РБК.

на две составляющие: расходы, непосредственно связанные с размещением (оплата вознаграждения организаторам размещения, биржевые и регистрационные сборы, аудит и пр.), и расходы, осуществляемые компанией в рамках подготовки к IPO (привлечение внешних консультантов, реклама, реструктуризация компании и т. д.). Сумма расходов в среднем составляет 350 000 долл.

Несмотря на существующие сложности, многие российские эмитенты рассматривают IPO как реальную возможность привлечения дополнительного капитала.

## Опыт успешного IPO

Анализируя размещения российских компаний в 2012 году, можно сделать вывод, что наиболее успешное размещение реализовала компания ОАО «МегаФон» на московской и лондонской бирже (LSE)<sup>5</sup>. IPO акций оператора было проведено в ноябре 2012 г. с листингом в Лондоне и Москве. В рамках IPO размещались акции, принадлежавшие скандинавской телекоммуникационной ком-

пании TeliaSonera и «дочке» самого оператора — MegaFon Investments (Cyprus) Ltd<sup>6</sup>.

Общий объем привлеченных средств в рамках первичного публичного размещения (IPO) составил 1,7 млрд долл.

Компания не остановилась на достигнутом успехе и реализовала опцион доразмещения на покупку дополнительных ценных бумаг, увеличив объем привлечения до 1,83 млрд долл.

Благодаря выбору удачного периода размещения и высокотехнологичному подходу к организации IPO, стоимость акций компании выросла на 90%, что является максимальным показателем по сравнению с другими размещениями (рис. 1).

Специалисты биржевой среды отмечают следующие факторы успешности проведения IPO ОАО «МегаФон»:

- удачный период размещения;
- качественная подготовка инвестиционного меморандума;
- эффективная рекламная компания среди профессиональных участников рынка (институционалов);

<sup>5</sup> London Stock Exchange (Лондонская фондовая биржа).

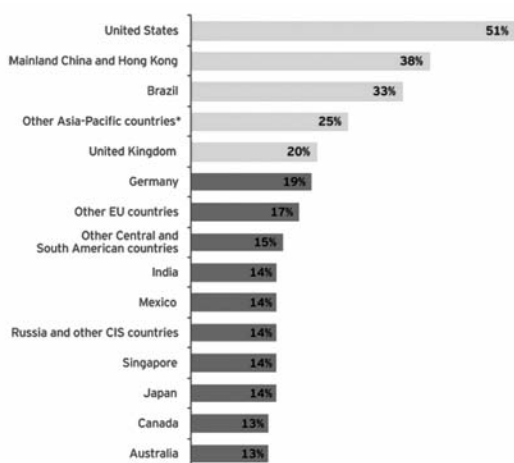
<sup>6</sup> Инвестиционный портал. URL: <http://quote.rbc.ru/shares/ipo/news>.

- авторитетные андеррайтеры размещения;
- умеренная цена размещения акций;
- высокопрофессиональная пошаговая подготовка этапов проведения IPO.

## Участие инвесторов

Участие в IPO является для инвесторов довольно рискованным делом, так как при оценке компании, которая ранее никогда не торговалась на бирже, могут произойти ошибки в обе стороны (и недооценка, и переоценка). Особенно это касается фирм, занимающихся высокими технологиями, включая интернет-компании.

Страны, являющиеся по мнению инвесторов наиболее приоритетными в 2013 году, приведены на рис. 2.



**Рис. 2.** Страновая оценка инвесторами, успешности поведения IPO в 2013 г.

*Примечание.* Данные анализа агентства «Эрнст энд Янг» IPO Trends.

Комментируя результаты исследования, Гэри Швейцер, партнер «Эрнст энд Янг», ответственный за работу на рынках капитала и руководитель направления услуг, связанных с проведением IPO в России и СНГ, сказал: «Полученные результаты говорят об актуальности более широкого привлечения институциональных инвесторов к развитию рынка IPO в России».

Инвесторы считают, что инвестиции в странах с высокими темпами роста более рискованные, а активы в них переоценены: 72% инвесторов указали на повышенный риск и 41% — на завышенную оценку. Наиболее высокими такие риски считают инвесторы из североамериканских стран. Комментирует Гэри Швейцер<sup>7</sup>: «Это еще один повод к тому, что в краткосрочной перспективе для активизации IPO российскому фондовому рынку необходимо привлечь внутренних инвесторов».

Инвесторы не считают, что IPO, организованные фондами прямых инвестиций и венчурными фондами, стали менее привлекательными.

Распространенное представление о том, что IPO, организованные фондами прямых инвестиций или венчурными инвестиционными фондами, оставляют будущим инвесторам лишь ограниченную возможность роста, выглядит, согласно результатам исследования, не более чем мифом. Инвесторы придерживаются разных представлений о цене акций IPO, организованных финансовыми и нефинансовыми спонсорами. Немногим более 40% институциональных инвесторов считают, что IPO с финансовыми спонсорами дороже, оставшиеся приблизительно 60% ответили, что такие IPO проводятся по сопоставимой или же меньшей цене, намекая на потенциально большую доходность для новых инвесторов.

## Прогноз рынка IPO

В период 2013–2014 гг. следует ожидать реализации благоприятного глобального прогноза, вытекающего из результатов исследования.

В России развитие рынка IPO в течение следующих нескольких лет будет во многом зависеть от наличия свободных инвестиционных средств, реализации приватизацион-

<sup>7</sup> Гэри Швейцер, агентство Ernst&Young, анализ — IPO Trends.

ной программы, а также необходимости либо желания частных акционеров выходить из капитала либо привлечь дополнительное финансирование.

Наиболее масштабные размещения в 2013 году в России планируют следующие компании<sup>8</sup>:

- НПК Уралвагонзавод;
- РЖД;
- АК АПРОСА;
- Промсвязьбанк;
- РОСНАНО;
- ЯТЭК.

## Факторы развития рынка IPO

Как отмечает управляющий директор российского брокерского бизнеса ФК «Открытие» Юрий Минцев, критически важным значением подготовки IPO в России является команда квалифицированных специалистов, убедительный прогноз развития и правильная цена. Большинство (91%) инвесторов из всех категорий и регионов отнесли правильную цену к трем основным факторам успеха IPO. Далее идет убедительный прогноз развития, отмеченный 65% инвесторов, и команда квалифицированных специалистов (57%). Наибольшую опасность успеха IPO составляет переоценка акций<sup>9</sup>.

Подтверждением важности предложения акций по правильно определенной цене с участием правильно подобранной управленческой команды является тот факт, что 85% инвесторов считают завышение цены основным препятствием для успешного проведения IPO, вторым по значимости они назвали неправильно сформированную команду (56%). Третьим по значимости препятствием является выведение бизнеса на IPO

<sup>8</sup> План IPO составлен информационно-аналитическим проектом «Публичные и Частные размещения акций» (<http://offerings.ru/>).

<sup>9</sup> *Василенко П.* Активность компаний на рынке IPO: теоретический аспект // Рынок ценных бумаг. 2006. №3. С. 36–39.

на слишком раннем этапе развития (43%), что во многих случаях бывает обусловлено необходимостью привлечения капитала или стремлением использовать то, что представляется ограниченной возможностью.

Еще одним важным стимулом движения рынка IPO в России является возможность инвестирования в IPO для фондов национального благосостояния (ФНБ) и негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Это предложение сейчас активно обсуждается как на площадке у помощника президента Эльвиры Набиуллиной, так и в Минфине. Ни одно из ведомств, курирующих НПФ, особых возражений против этой идеи не высказывает. ФНБ и НПФ могут инвестировать в акции только на вторичном рынке. Бумаги, доступные для НПФ, должны входить в котировальный список «А», что невозможно для впервые размещаемых бумаг (они уже должны соответствовать требованиям по ликвидности)<sup>10</sup>.

## Заключение

Исследовав рынок российского IPO и мнения экспертов по данному вопросу, а также проанализировав инвестиционный климат в целом, можно сформировать ряд рекомендаций по развитию данного сегмента.

1. Либерализация IPO для НПФ, что окажет большую поддержку рынку: даже при консервативной стратегии фонды смогли бы обеспечить треть спроса.

2. Создание регламента по формированию справедливой стоимости финансового инструмента (акции, GDP и т. п.) при первичном выходе на рынок.

3. Привлечение институциональных инвесторов из России и других стран.

4. Пересмотр законодательной базы и упрощение процедуры выпуска акций с учетом уменьшения сроков выхода на ры-

<sup>10</sup> *Палченкова М.* ФНБ и НПФ могут получить допуск к IPO российских компаний. URL: [http://www.vedomosti.ru/finance/news/8018341/resurs\\_dlya\\_ipo](http://www.vedomosti.ru/finance/news/8018341/resurs_dlya_ipo).

нок. Минимизация времени подготовки этапов IPO приведет к более сбалансированному результату (так как появляется возможность прогнозировать динамику рынка на менее длинном интервале времени) и приближению к результату формирования справедливой цены выпуска.

5. Формирование высококвалифицированной команды по подготовке IPO и подбору авторитетных андеррайтеров

6. Реализация государственных мер по привлечению иностранных инвесторов к работе на российском рынке.

7. Уменьшение среднего размера IPO.

8. Проведение массовых рекламных компаний среди профессиональных участников рынка (популяризация IPO).

Подводя итоги, стоит отметить, что российский рынок IPO имеет неплохие шансы развития. Основными факторами роста станут наличие значимых стимулов к выходу на биржу у потенциальных эмитентов и устойчивый уровень спроса на новые инструменты со стороны отечественных и зарубежных инвесторов. При этом рост, по всей видимости, будет иметь сдержанный характер, прежде всего из-за неготовности компаний к раскрытию необходимой информации, низкого доверия инвесторов в России, а также из-за высокого уровня издержек на проведение IPO.

### Список литературы

1. *Василенко П.* Активность компаний на рынке IPO: теоретический аспект // Рынок ценных бумаг. 2006. №3. С. 36–39.
2. *Демченко А.* Битва за российские IPO // Рынок ценных бумаг. 2006. № 10. С. 22–24.
3. *Палченкова М.* ФНБ и НПФ могут получить доступ к IPO российских компаний, Vedomosti.ru, 16.01.2013. URL: [http://www.vedomosti.ru/finance/news/8018341/resurs\\_dlya\\_ipo](http://www.vedomosti.ru/finance/news/8018341/resurs_dlya_ipo).
4. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» от 16.03.2005 г. № 05-4/пз-н (в ред. Приказа ФСФР от 12.01.2006 г. № 06-7/пз-н).
5. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (в ред. Федерального закона от 15.04.2006 г. № 51-ФЗ).
6. Центральный Банк Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru/>.
7. Федеральная служба по финансовым рынкам. URL: <http://www.fcsm.ru/>.
8. Маркетинговое агентство «International Marketing & Sales Group». URL: <http://ims-group.ru/>.
9. Информационный сервер «Investfunds». URL: <http://www.investfund.ru/>.
10. Официальный сайт агентства Ernst&Young. URL: <http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Whats-trending-in-IPOs>.
11. Портал «IPO Конгресс» — все об IPO российских компаний. URL: <http://www.ipocongress.ru/>.
12. ОАО «РБК Информационные системы». URL: <http://www.rbc.ru/>.
13. Московская Биржа. URL: <http://rts.micex.ru/>.
14. Информационно-аналитический проект «Публичные и Частные размещения акций». URL: <http://www.offerings.ru/>.
15. Bloomberg. IPOs Slump to Lowest Level Since Financial Crisis. By Lee Spears, Ruth David & Fox Hu. Dec 28. 2012.

---

*S. Nosov, Postgraduate Student, Institute MIRBIS, Moscow, nosovnyse@gmail.com*

### PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF IPO MARKET IN RUSSIA

In the article on the broad of theoretical material and statistical analysis of the Russian and foreign research, the author provides an overview of the current state of the IPO market in Russia and prospects of its development. The author reveals the problems hindering the development of this segment of the financial market. On the basis of secondary data and the experts of the investment environment, a detailed analysis of the current state of the sector IPO is made. At the end of the article, the author identifies the main areas requiring change, and methods for their modernization, the development of the financial industry.

**Keywords:** IPO (Initial Public Offering), securities, stock market, Russian issuers, strategies of Russian companies, capital raising.