



Станислав МАРТЮШЕВ,
генеральный директор
«Интерфакс Бизнес Сервис»

IPO – способ финансирования не для всех

Для каких компаний предпочтительно проведение IPO

На практике каждый эмитент и каждая IPO-сделка в чем-то уникальны, со своими нюансами и особенностями. Меняются макроусловия, госрегулирование рынков и финансовой сферы, состояние отраслевых рынков, эмитентов, финансовая конъюнктура – в эту реку точно нельзя войти дважды. Весенняя волна IPO-2010 российских эмитентов объективно вышла «комом». Низкими оказались не только объемы привлечений, но и число новых публичных компаний возросло тоже не настолько значительно, как предполагалось. Возможно, уже осенью 2010 года это приведет к существенному повышению спроса – как нового, так и отложенного – на акционерный капитал.

CF
**Весенняя волна
IPO-2010
российских
эмитентов
объективно
вышла «комом»**

In the real work, each issuer and each IPO offering is unique – each has its own nuances and peculiarities. The macroeconomic environment, government regulation of the markets and the financial sector, the state of industry markets, the issuers, and the financial environment all change from day to day. It's fair to say that the wave of IPO offerings from Russian companies in the spring of 2010 was a real dud. The offerings were not only unattractive, but the number of newly-listed companies did not increase as significantly as expected. Perhaps this will mean a substantive increase in both new and deferred demand for equity capital in autumn of 2010.

For the full English version of the article please contact MediaBusiness International Publishing House.

Кому «показано» IPO

Как известно, рецепты финансирования бизнеса, пригодные для одних компаний, совсем необязательно годятся для других. Это ярко видно на примере обращения эмитентов к проведению IPO как источнику средств для развития бизнеса. Дело здесь не в размере компании, не в длительности срока ее работы на профильных рынках и даже не в наличии хорошей репутации в отрасли.

Такое событие, как IPO, желательно предусмотреть в долгосрочной стратегии развития компании. Потому что у собственников и высшего менеджмента становятся выше шансы на построение бизнеса, если и не прямо «на продажу», то максимально соответствующего требованиям к публичному бизнесу, и при этом будет допущено меньше ошибок. А также в структуре системы управления компании будут изначально предусмотрены все те составляющие (управленческий учет, риск-менеджмент, система защиты интеллектуальной собственности, учет и оперативное раскрытие отчетности по МСФО, сертификация систем управления), которые не только уместны с учетом отраслевого контекста и размера бизнеса, но и те, за наличие которых институциональные инвесторы готовы покупать у эмитентов их акции в ходе IPO с премией к рынку.

Полезно обобщить, каким компаниям «показано» проведение IPO. Во-первых, компаниям, мажоритарные собственники которых не боятся допустить к участию в управлении бизнесом сторонних акционеров. Совладельцев компании психологически не должна угнетать мысль о доступе третьих лиц к внутренним данным о бизнесе, важна «необратимость» курса на ведение дел в публичном формате.

Во-вторых, проведение IPO «показано» компаниям, успевшим привлечь слишком значительные средства, что делает невозможным дальнейшее долговое финансирование бизнеса на приемлемых условиях (ставки и требования к обеспечению слишком высоки, или, например, уже не обойтись без личных поручительств со стороны собственников). Привлечение нового акционерного капитала может позволить не только

сократить долговую нагрузку, но и сразу превращает компанию в инвестиционный объект с принципиально новыми возможностями с точки зрения инвесторов. За счет улучшения показателей кредитоспособности восстановление доступа к долговому рынку обеспечит компании более высокие темпы роста, нежели до IPO (при условии, что компания качественно управляется и имеет конкурентоспособный бизнес).

Также IPO подходит компаниям, имеющим прямых инвесторов в капитале (например, фонд прямых инвестиций), желающих выйти из данного бизнеса. Однако при этом планы инвестора могут расходиться с намерениями самой компании. Хорошо, если имеющаяся несогласованность позиций не окажется слишком серьезной и не станет публичной, поскольку портфельные инвесторы уделяют очень большое внимание мотивам выхода эмитентов на рынок. А информация о «насильственном» выводе компании на IPO может поставить успешность сделки под сомнение. Ярким примером этого в российской практике может служить завершающееся IPO компании «Русские навигационные технологии», что должно позволить фонду «ВТБ – Фонд венчурный» реализовать часть своего пакета (по оценкам, фонду принадлежит треть акций компании). Также в качестве примера можно привести вероятное IPO компании «Эталон-ЛенспецСМУ» на Лондонской бирже, которое, по мнению участников фондового рынка, мо-



*Информация
о «насильственном» выводе
компании на IPO
может поставить
успешность сделки
под сомнение*

Выход на IPO ОАО «Русские навигационные технологии» (РНТ)

7 июля 2010 года в ходе IPO компания привлекла около \$9,6 млн. Проведение сделки преследует ряд целей: нарастить объемы бизнеса; построить в России операторскую (абонентскую) модель обслуживания клиентов, относящихся к малому и среднему бизнесу; инвестировать в новые технологии, которые позволят РНТ выйти в новые сегменты рынка (связанные с железнодорожными перевозками, с контролем людей, с телеметрией), а также сохранить лидерство в уже существующих сегментах. Кроме того, среди мотивов выхода компании на рынок также можно упомянуть вывод бизнеса на международный уровень (продажи услуг в странах арабского мира, в Латинской Америке, в Индии); получение дополнительных конкурентных преимуществ через приобретение публичного статуса (что важно для клиентов – публичных компаний, а также на рынке государственного сектора). При этом произведен частичный выход венчурного фонда «ВТБ – Фонд венчурный» из капитала РНТ (фонд находится под управлением ЗАО «ВТБ Управление активами»).

жет «стимулироваться» фондом прямых инвестиций Baring Vostok Capital Partners (владеет 15% в компании).

Кроме того, проведение IPO «показано» эмитентам из «горячих» секторов экономики. Понятно, что привлечь внимание инвесторов и получить высокую оцененность бизнеса легче компаниям, принадлежащим к секторам, на которые у инвесторов существует «мода», высокий аппетит. Нынешние фавориты – хай-тек во всех его проявлениях, биотехнологии, альтернативная энергетика. Без сомнения, к числу эмитентов данной категории можно отнести «Институт стволовых клеток человека» и «Диод», успешно вышедшие на IPO в декабре 2009 и в июне 2010 годов, соответственно. И, наконец, обращаться к IPO имеет смысл эмитентам из секторов,

представителям которых свойственно привлечение финансирования за счет акционерного капитала. Ведь отраслевая структура национальных фондовых рынков, безусловно, отражает структуру экономики.

На каких площадках привлекать деньги?

Результатом IPO становится публичный статус компании на десятилетия вперед. Безусловно важно, чтобы бумаги нового эмитента выводились на фондовый рынок региона, находящегося в фазе длительного макроэкономического подъема.

Фондовые площадки западных стран к числу таковых не относятся, по крайней мере в нынешней обстановке. Такие неблагоприятные факторы, как разрушающаяся

Активность российских эмитентов различных отраслей в плане выхода на IPO

Период: 1996–2010 гг. Рассмотрены только IPO (без вторичных выходов на рынок) компаний, ведущих операции в России и зарегистрированных не только на территории РФ

Отрасль	Количество IPO	Размер сделки, млн долл.*	
		средний	медиана
Металлургия и горное дело	12	643,0	513,5
Недвижимость и девелопмент	9	602,1	282,0
Технологии, телекоммуникации и медиа	9	324,0	346,0
Нефть и газ	9	1390,2	125,0
Финансовые услуги	8	2279,0	312,0
Торговля и потребительский сектор	7	309,1	360,0
Пищевая отрасль	7	137,3	151,0
Энергетика	7	913,4	463,0
Фармацевтика и аптеки	4	376,5	270,0
Добыча золота, алмазов и драгоценных камней	3	23,3	27,0
Химия и нефтехимия	3	378,7	53,0
Транспорт и логистика	3	536,7	449,0
Биотехнологии и медико-биологические исследования	2	7,3	7,3
Автомобилестроение	2	168,5	168,5
Нефтяное оборудование и услуги	2	775,5	775,5
Многопрофильная компания	1	1557,0	1557,0
Машиностроение	1	127,0	127,0
Строительные материалы	1	1895,0	1895,0
Итого	90	734,6	278,0

* Средняя и медианная оценки размеров сделок значительно различаются для отраслей, в которых есть примеры очень крупных сделок: в таких ситуациях (и при наличии хоть сколько-нибудь крупной отраслевой выборки) более корректной оценкой средней величины IPO следует считать медиану

бюджетная система, стареющее население и слишком обременительные для бизнеса громоздкие системы социального обеспечения, делают биржи стран «золотого миллиарда» хорошим местом для размещения акций лишь с точки зрения престижности лондонского или нью-йоркского листинга. Однако вряд ли такое размещение перспективно с экономической точки зрения.

Противоположным, позитивным, примером является активный экономический рост Большого Китая и Индии. Как следствие, более высокую популярность приобретает привлечение капитала на биржевых площадках данных стран. На фоне масштабных делистингов, происходящих в течение последних лет на западных площадках, биржи Гонконга, Шанхая, Шеньжэня и Бомбея демонстрируют динамичный рост числа новых эмитентов.

На высокую вероятность грядущей волны восточных IPO указывает и поведение наиболее мобильных и информированных участников финансового рынка – инвестбанков. Так, крупнейшие российские инвестбанки «ВТБ Капитал» и Renaissance Capital недавно объявили о планах по открытию своих офисов в Гонконге. Это позволит им предоставлять более качественные услуги на местном рынке для российских эмитентов, стремящихся привлечь капитал на восточноазиатских площадках.

Подготовка к сделке: защита своих интересов

Понимая риски своего бизнеса, основатели компании умеют контролировать ход и качество работы своих подрядчиков. Однако, выходя на финансовые рынки, компания оказывается на незнакомой территории, при этом общаться приходится с профессиональным финансовым посредником – инвестбанком, интересы которого не сводятся к выгоде эмитента.

Большая ошибка – отдавать весь процесс подбора инвесторов и планирования сделки целиком на откуп посреднику. В дальнейшем это чревато для эмитента множеством «проблем публичности», среди которых можно упомянуть следующие: инвесторы,

Выход на IPO Группы компаний «Протек»

7 апреля 2010 года в ходе IPO компания привлекла около \$400 млн. Компания «Протек» намерена направить чистые поступления от IPO преимущественно на финансирование роста розничного сегмента и на дальнейшее развитие производственного сегмента за счет усиления научно-исследовательской составляющей и расширения портфеля продукции. Часть поступлений также будет использована в сегменте дистрибуции для модернизации складских помещений и в общекорпоративных целях.

Кроме того, ГК планирует направить до 50% средств, полученных в ходе IPO, на сделки по слиянию и поглощению на розничном рынке. «Протек» интересуют прежде всего эффективные, рентабельные аптеки, так как перед группой стоит задача не только расти с точки зрения оборота, но и с точки зрения показателя EBITDA.

Выход на IPO Группы компаний «Русское море»

Свой выход на IPO компания начала в 2007 году и рассчитывала, что планы провести публичное размещение акций в 2009 году могут быть успешно реализованы, а в процессе IPO будет определена справедливая стоимость бизнеса.

Акционерами Группы компаний «Русское море» было принято решение отклонить сделку с Austevoll Seafood ASA, в ходе которой планировалось продать до 20% акционерного капитала группы.

Уже 16 апреля 2010 года в ходе IPO компания привлекла около \$90 млн.

Теперь полученные от IPO средства предполагается направить на инвестиции в производственные мощности, развитие аквакультуры, частичное погашение долга и увеличение оборотного капитала, необходимое для роста объемов продаж.

Выход на IPO «Института стволовых клеток человека»

10 декабря 2009 года «Институт стволовых клеток человека» (ИСКЧ) в ходе IPO привлек 142,5 млн рублей. Привлеченные деньги ИСКЧ намерен потратить на расширение бизнеса и доводку трех новых препаратов.

До 2012 года ИСКЧ планирует направить около 51 млн рублей на экспансию в страны СНГ и 32 млн рублей – в российские регионы. Затраты на исследования и коммерциализацию трех инновационных лекарственных препаратов оцениваются примерно в 45 млн рублей. Еще более 15 млн рублей будет инвестировано в модернизацию лаборатории, а 144 млн рублей – в создание мощностей для производства инновационных препаратов. В 2011–2012 годах на российский рынок планируется вывод трех инновационных препаратов, направленных на лечение ишемии нижних конечностей, инфаркта миокарда и дефектов кожи.

Таким образом, с выходом на IPO у ИСКЧ возрастают шансы на ускорение развития основного бизнеса. Привлечение капитала позволит реализовать R&D проекты и ускорить коммерциализацию препаратов. Кроме того, IPO позволит достигнуть нового уровня прозрачности и публичности, что, несомненно, положительно отразится на имидже компании.

покупающие акции при размещении, вскоре продают их; доля идентифицируемых акционеров постепенно снижается; компания не знает своих акционеров или их контактную информацию; концентрация собственности очень высока. Кроме того, компания не может обеспечить кворум на собрании акционеров или одобрение важных решений, а так-

ПРИМЕР ИЗ ПРАКТИКИ:**подготовка к IPO крупной промышленной компании**

Сделка находилась в высокой степени готовности, однако менеджмент не покидала некоторая неуверенность относительно качества проведенной «предпродажной» подготовки. Опрос инвесторов, принимавших участие во встречах с менеджментом, выявил целый ряд содержательных претензий к эмитенту как холдинговой компании, а также к структуре сделки. Одной из них была неясность механизма получения средств от IPO компанией-эмитентом, т.е. подозрения инвесторов заключались в том, что деньги могут осесть в карманах акционеров-мажоритариев. Конструктивная реакция компании: тема вновь была тщательно проработана с юристами, о найденном решении рынок был извещен путем публикации материала в РБК daily с изложением всех необходимых подробностей, и организатор сделки был заменен на более опытную компанию.

ПРИМЕР ИЗ ПРАКТИКИ:**подготовка к IPO сельскохозяйственной компании**

С целью повысить интерес к сделке компания – потенциальный эмитент объявила, что ей удалось привлечь крупного «якорного инвестора» в лице Сбербанка. Банк обязывался выкупить существенную часть эмиссии в случае недостаточного спроса с тем, чтобы IPO состоялось «при любой погоде». Неожиданная для эмитента реакция инвесторов: в «Ведомостях» один из портфельных управляющих «Тройки Диалог» прокомментировал данную новость таким образом: появление у компании в ходе IPO миноритария со столь крупным пакетом должно сделать бумагу заведомо неликвидной, а значит, участвовать в этом размещении неинтересно. Как эмитент должен был поступить? Не оглашать намерений привлечения «якорного инвестора» до консультации с «дружественными» участниками рынка (что, конечно, требует наличия таких контактов), которые наверняка могли бы распознать угрозу, предложить иной способ действий и тем самым предотвратить репутационный ущерб для эмитента.

же сталкивается с повышенной активностью части акционеров и плохо представляет потребности инвесторов и их ожидания в отношении компании.

В российских компаниях создание службы по работе с инвесторами зачастую происходит позже выхода на IPO, что в корне расходится с международной практикой, предусматривающей формирование в компании команды Investor Relations как минимум за 1–1,5 года до планируемой сделки. В результате в случае с российскими эмитентами финансовые посредники оказываются в состоянии диктовать эмитенту сроки, географию захода на инвесторов, структуру и прочие важнейшие параметры сделки.

А между тем своевременное начало подготовки к сделке способно обеспечить менеджмент и

собственников эмитента ценной информацией о предпочтениях, намерениях и ограничениях инвесторов. Эта информация способна стать фактором, который позволит добиться справедливой оцененности компании инвесторами.

В заключение хотелось бы отметить, что IPO бывает однажды в жизни компании, и уже не будет второго шанса произвести первое впечатление. Поэтому подготовка к столь серьезной сделке не должна целиком зависеть от финансовых посредников. Собственники и менеджмент эмитента должны иметь в своей команде игроков, которые будут отстаивать их интересы на финансовом рынке. И в международной практике таким игроком чаще всего является квалифицированный IR-консультант. **DF**



В российских компаниях создание службы по работе с инвесторами зачастую происходит позже выхода на IPO