В интервью Cbonds Review начальник управления корпоративных финансов ИНГ БАНКА Александр Кабановский рассказал о перспективах IPO-индустрии в России, ситуации в секторе M&A и о том, почему для российской экономики сегодня важнее инновации, а не инвестиции.

«Инвестировать в IPO российских компаний — дело невыгодное»

Александр КАБАНОВСКИЙ,
начальник управления корпоративных финансов,
ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)

– ING — один из старейших западных инвестдомов, работающих на российском рынке. Как изменились позиции инвестбанка в России за последние два года?

– Я возглавляю инвестиционный банк в России с 2005 года. Состав нашей команды за эти пять лет практически не изменился. В ING, в отличие от других инвестбанков, нет текучки, когда люди постоянно кочуют из одной команды в другую. Сейчас со мной вместе работают 14 человек. Позиции ING на российском рынке достаточно стабильны. Нельзя сказать, что кризис не сказался на деятельности банка. Думаю, таких игроков на рынке попросту нет: для кого-то это влияние было положительным, для кого-то — отрицательным. Естественно, с кризисом несколько изменилось направление нашей работы. Если в 2007 году 90% сделок, которыми мы занимались, были связаны с размещениями компаний на рынках капитала, то сегодня 70% нашего бизнеса — сделки на рынке слияний и поглощений, advisory и только потом размещение акций. Это в большей степени

диктуется конъюнктурой, нежели тем, что мы можем или хотим делать. Наши ресурсы и возможности не изменились.

– Робкие признаки того, что рынки капитала восстанавливаются, уже есть. Значит ли это, что до конца года мы увидим новые сделки на рынке IPO, в том числе с участием ING?

– Перспективы восстановления рынков капитала — вопрос сложный. Лично я пока не готов говорить о каком-то устойчивом восстановлении. Мне кажется, что опыт тех компаний, которые пытались разместиться в первой половине года, оказался достаточно плачевным. Мы провели первое IPO на западных рынках для компании, работающей в России. Это было размещение Exillon Energy. Уже в тот момент нам стало понятно, что возрождение рынка IPO произойдет еще очень нескоро, и это будет уже совершенно другой рынок, не похожий на тот, к которому привыкли российские компании. Сегодня говорить о возможности продажи российских активов дорого, мне кажется, уже не приходится. Естественно, есть компании-лидеры, чей риск всегда будет пользоваться спросом. Но даже в этих случаях мультипликаторы, по которым их активы продавались в прошлом, в ближайшем будущем нам уже не увидеть.

> ПО МЕРЕ ТОГО КАК ПРОХОДИТ ROAD SHOW, СОБСТВЕННИКИ ОТКАЗЫВАЮТСЯ ОТ ИДЕИ РАЗМЕЩЕНИЯ, ПОТОМУ ЧТО ИХ ВЗГЛЯДЫ НА СТОИМОСТЬ СОБСТВЕННОГО БИЗНЕСА И ОЦЕНКИ РЫНКА ОЧЕНЬ СИЛЬНО РАСХОДЯТСЯ

Сегодня у инвесторов объективно меньше желания и потребностей покупать любой риск, который предлагает рынок. Кроме того, возможность получить долгосрочное финансирование с помощью долговых инструментов на достаточно привлекательных ценовых условиях фактически снимает потребность акционеров, владельцев компаний в том, чтобы выходить на рынок IPO любой ценой.

Мы встречаем желание акционеров многих компаний попробовать разместиться, но в конечном итоге по мере того, как проходит road show, собственники просто отказываются от этой идеи, потому что их взгляды на стоимость собственного бизнеса и оценки рынка очень сильно расходятся.

– То есть, по-вашему, российские компании были слишком переоценены?

– На рынке недвижимости, например, это очевидно.

– Кстати, ведь именно ING размещал большую часть девелоперских компаний в России?

– Да, это действительно так. Речь идет не только о российских компаниях. Мы занимаем лидирующие позиции на рынках Центральной и Восточной Европы: Украина, Казахстан, Россия, Польша.

Тот сумасшедший спрос, который был на девелоперские компании еще два года назад, и цены, по которым их активы можно было купить, безвозвратно ушли в прошлое. Сейчас модель бизнеса девелоперов меняется. Инвесторы смотрят на многопрофильные компании, в которых девелопмент занимает какую-то определенную часть бизнеса. Цены, по которым эти активы рассматриваются инвесторами как привлекательные для вложений, будут совершенно иными. Если раньше инвесторы готовы были не зацикливаться на рисках, ассоциированных с компанией, с точки зрения прав собственности, проектов по развитию бизнеса, оценки будущих денежных потоков, то на данном этапе, прежде чем принять решение о покупке, они стремятся досконально изучить предлагаемый эмитентом риск.

Если проанализировать докризисный период, посмотрев, как акции российских компаний торговались после размещения, то мы увидим, что очень немногие из них выросли с момента IPO. Безусловно, на этот процесс оказывало влияние много разных факторов, но общий вывод, который можно сделать, таков: инвестировать в IPO российских компаний — дело не очень выгодное. Учитывая этот факт, многие акционеры пересматривают свое отношение к этому инструменту, принимая во внимание то, что сегодня в финансовом мире действуют гораздо более жесткие законы, не списывая со счетов глобальные проблемы в Европе и Штатах. Честно говоря, я не совсем понимаю, откуда берутся сверхоптимистичные прогнозы относительно возрождения рынка IPO.

– В 2010 году рынок IPO открыла компания «РУСАЛ», разместившись первой в российской практике на Гонконгской фондовой бирже. Можно ли считать эту сделку в какой-то степени сигналом возрождения рынка в целом?

– Я бы не стал рассматривать размещение «РУСАЛА» как индикатор каких-то рыночных тенденций. Эта сделка проходила на совершенно специфических условиях, в ней участвовало большое количество банков, включая ING. Она во многом уникальна, учитывая политические факторы, отношение компании и банков-кредиторов, задачи, которые стояли перед акционерами. Если посмотреть на маркетинг, на тот спрос, который сгенерировала сделка и проданный пакет акций, а также на то, как торговались бумаги после размещения, то станет понятно, что рассматривать

> СУМАСШЕДШИЙ СПРОС, КОТОРЫЙ БЫЛ НА ДЕВЕЛОПЕРСКИЕ КОМПАНИИ ЕЩЕ ДВА ГОДА НАЗАД, И ЦЕНЫ, ПО КОТОРЫМ ИХ АКТИВЫ МОЖНО БЫЛО КУПИТЬ, БЕЗВОЗВРАТНО УШЛИ В ПРОШЛОЕ

IPO «РУСАЛА» в контексте рыночных тенденций невозможно.

– Были ли с начала года сделки, которые вы можете назвать рыночными?

– На самом деле, их очень мало. Мы видели размещение украинского агрохолдинга «Авангард», которое проводила ИК «Тройка Диалог». Учитывая размер компании и ситуацию на рынке, эту сделку можно считать успешной. Было размещение Exillon Energy, о котором я уже упоминал. Оно привлекло не очень большую сумму денег — $95 млн — и прошло среди специализированных инвесторов, вкладывающих в нефтяной бизнес. Это не традиционный пул инвесторов, которые просто покупают активы на развивающихся рынках. Были попытки разместить еще несколько компаний, которые закончились тем, что акционеры отказались от данной затеи. Так было, в частности, с холдингом «Профмедиа». Его акционеры оценили конъюнктуру рынка, проанализировали цены, по которым инвесторы в принципе готовы этот актив покупать, и решили, что сейчас особой необходимости в размещении у них нет.

Я бы не сказал, что с начала года на рынке были знаковые сделки. Проходят отдельные размещения, но они, как правило, связаны со специфическими потребностями акционеров, которые вынуждены продавать по текущим ценам, чтобы решать какие-то краткосрочные, среднесрочные задачи. Что касается тенденции на рынке, то ее, как мне кажется, не сложилось. Говорить о том, что есть конъюнктура, которая позволяет нам делать какие-то прогнозы относительно грядущего восстановления, не совсем правильно. Я буду очень удивлен, если что-то изменится в ближайшие 12 месяцев. Мне кажется, что 2010 год ничего хорошего рынку не сулит. Возможно, отдельные компании попробуют выйти на рынок. Не исключено, что у кого-то это получится. Ситуация на рынке в следующем году будет зависеть в большей степени от глобальной конъюнктуры и от того, смогут ли американский и европейский рынки убедить инвесторов в том, что самые жесткие проблемы на финансовых рынках и в глобальной экономике позади. Пока не появится некая стабильность, возможность с определенной долей уверенности прогнозировать ситуацию, мы вряд ли можем ожидать возрождения рынков капитала в России.

> Я БЫ НЕ СТАЛ РАССМАТРИВАТЬ РАЗМЕЩЕНИЕ «РУСАЛА» КАК ИНДИКАТОР КАКИХ-ТО РЫНОЧНЫХ ТЕНДЕНЦИЙ

– В евро можно верить?

– Об этом говорят министры финансов европейских стран. Но ясно, что инвесторы просто так их словам не поверят. Сейчас уже для всех вполне очевидно, насколько серьезные проблемы существуют в еврозоне, и совершенно не очевидно, как они будут решаться. Говорить о том, что проблемы евро решены, преждевременно. Пока опасения сохраняются.

– Получается, что изначально создание еврозоны было с экономической точки зрения большой ошибкой...

– Не забывайте, что есть Евросоюз, а есть еврозона. В то время, когда создавался Евросоюз, проблема была сугубо политическая: в период Холодной войны создать некий мощный политический противовес Советскому Союзу, Варшавскому договору и в некоторой степени Америке. Китай — это рынок на 1.5 млрд человек, Америка — почти на 400 млн. Надо было найти место для Европы в этой системе. Понятно, что Франция и Германия не могли в одиночку конкурировать с такими экономиками, не говоря уже про политическую составляющую. В результате, ради создания такого политического блока европейские страны рискнули пойти на очень серьезные компромиссы. Многие вопросы остались за бортом, их не готовы были решать в тот момент, потому что боялись, что это подорвет доверие к проекту в целом. Начали, действительно, за здравие, когда евро в 2000 году официально вошел в оборот. Если посмотреть на исторический рост этой валюты, то мы увидим, что у нее были все предпосылки к тому, чтобы стать по-настоящему хорошей альтернативой доллару или, во всяком случае, достойным конкурентом ему. Но первый кризис, серьезно затронувший европейский континент, привел к тому, что фундамент начал рушиться. Я не думаю, что есть реальная перспектива того, что евро как валюта перестанет существовать. Но нужно как минимум задуматься о том, продолжат ли все участники зоны евро оставаться в ней в ближайшие пять-десять лет.

> ПОКА НЕ ПОЯВИТСЯ НЕКАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ, ВОЗМОЖНОСТЬ С ОПРЕДЕЛЕННОЙ ДОЛЕЙ УВЕРЕННОСТИ ПРОГНОЗИРОВАТЬ СИТУАЦИЮ, МЫ ВРЯД ЛИ МОЖЕМ ОЖИДАТЬ ВОЗРОЖДЕНИЯ РЫНКОВ КАПИТАЛА В РОССИИ

– Хотите сказать, Греции нет смысла оставаться в еврозоне?

– Те правила, по которым она сегодня вынуждена жить, очень жесткие. Перспектива сохранения Греции в еврозоне — это вопрос денег, политической воли и желания стран с крупными экономиками дотировать греческую экономику. На вопрос о том, как долго налогоплательщики Германии, Франции, Италии будут готовы спонсировать участие Греции в еврозоне, у меня ответа нет.

– Сейчас достаточно интересная ситуация в России складывается на рынке M&A. Как вы сами оцениваете ситуацию в этом сегменте?

– В этом году мы закрыли одну из самых крупных сделок на рынке M&A — это инвестиции французской корпорации Alstom в «Трасмашхолдинг». Сумма сделки составила более 2 млрд евро. Процесс заключения соглашения о партнерстве находился под пристальным вниманием обеих стран, представляющих стороны. Мне кажется, что такого рода сделки будут иметь место, учитывая желание российского правительства привлекать высокотехнологичные компании. Памятуя о событиях в Мексиканском заливе, можно говорить и о применении высоких технологий в нефтегазовой отрасли, что особенно актуально для российской экономики. Если российское правительство будет продолжать реализовывать те заявления, которые были сделаны, скажем, на Международном экономическом форуме в Петербурге — открытие России для иностранных инвестиций и поощрение такого рода инвестиций, — мне кажется, что рынок M&A будет очень интересным и не менее динамичным, чем рынок акционерного капитала, который активно рос три года назад.

– Есть ли необходимость в каких-то регуляторных изменениях для стимулирования этого рынка?

– Проблема в том, что вопрос не столько в законодательстве (так как все посылы по сути правильные), сколько в исполнении законов. Как сказал Крейг Барретт, экс-председатель совета директоров Intel, вопрос, который волнует всех, это не то, что тебе говорят политики, а что они делают на самом деле, в какой реальности мы должны жить. В конечном итоге, от чего зависит либо провал, либо успех заявленных программ? От качества их исполнения чиновниками. Насколько реально то, что сделанные заявления будут исполняться, когда компании начнут оформлять заявки, сделки, налоговые льготы? Этот вопрос пока открыт. Через год можно будет говорить о том, появилось ли у нас больше оптимизма.

– В каких секторах можно ожидать сделок по слиянию и поглощению до конца года?

– Сейчас есть тенденция к консолидации определенных отраслей. С другой стороны, существует большая часть экономики, в которой за последние восемь лет произошла масштабная консолидация при участии государства. В результате появись компании-супергиганты. Насколько они эффективны, сложный вопрос. Но, так или иначе, там есть достаточно большое количество активов, которые требуют ноу-хау и инвестиций. Если инвестиции в российской экономике присутствуют, то ноу-хау по такому широкому спектру направлений у нас нет. Нужна кардинальная модернизация, начиная от инфраструктуры и заканчивая такими высокими материями, как нанотехнологии, высококачественное программирование.

> ПЕРЕХОД НА ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ ОБЩЕСТВО — ЭТО НЕ ПРОСТО СТРОИТЕЛЬСТВО СИЛИКОНОВОЙ ДОЛИНЫ, А РЕШЕНИЕ ВОПРОСОВ ОБРАЗОВАНИЯ, ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ИНСТИТУТОВ И СПЕЦИАЛИСТОВ, ГЕНЕРИРУЮЩИХ ИДЕИ, И В КОНЕЧНОМ ИТОГЕ АДАПТАЦИЯ ЭТИХ ИДЕЙ НА ШИРОКИЙ РЫНОК ПОТРЕБИТЕЛЯ

– В конечном счете, все упирается в вопрос инвестиций и рисков?

– Я бы так не сказал. Многое упирается в инновационные идеи. К сожалению, огромный интеллектуальный потенциал, который был в России, перекочевал на Запад, потому что людям приятнее, комфортнее, удобнее жить в Силиконовой долине в Сан-Франциско, нежели ждать создания Силиконовой долины в Сколково. В последние несколько лет наука у нас в стране была заброшена. Говорить о том, что в России существуют передовые университеты, способствующие будущим прорывам в высокотехнологичных отраслях, не приходится. Перед нами стоит глобальная задача — восстановить то, чем Россия гордилась как минимум последние сто лет. Это обширный вопрос, который требует возрождения институтов, создания новых, более эффективных НИИ. И самое главное, чего в Союзе никогда не было и чему до сих пор не научились в России, но то, что есть в Штатах: очень четкая связь между созданием идеи, ее проработкой и затем адаптацией на рынок потребителя. В России основным заказчиком научных разработок традиционно являлась оборонная промышленность, которая озвучивала свои потребности, а наука генерировала гениальные решения, чтобы эти потребности реализовать. О дальнейшей, «мирной» судьбе этих идей никто не задумывался. Эти проблемы необходимо решать, но решать их нужно комплексно.

Проблема не в том, чтобы просто обеспечить приток инвестиций в экономику. Нам нужно глобально задуматься о системе высшего образования. Переход на высокотехнологическое общество — это не просто строительство Силиконовой долины, а решение вопросов образования, взаимодействия институтов и специалистов, генерирующих идеи и в конечном итоге, адаптация этих идей на широкий рынок потребителя.

Есть большой потенциал эмигрантов, людей, которые покинули в свое время нашу страну, но могли бы потенциально в нее вернуться. Но перед ними стоят просто неимоверные преграды, начиная от оформления визы и заканчивая оформлением разрешения на работу и так далее. Нам нужны интеллектуальные инвестиции. Без этого ни одна экономика сегодня не сделает шаг вперед. В чем сила Америки? В том, что туда хотят приехать много талантливых людей. В России есть все, чтобы люди хотели сюда приезжать, работать. Проблема в том, что этого должно захотеть само правительство и сделать все, чтобы снять существующие барьеры. Задача не из разряда невыполнимых.