Рынок IPO в России: взгляд институционального инвестора

Яна ТУЛЬЧИНСКАЯ,
управляющий директор департамента корпоративных финансов, «АТОН»

В 1997–2001 годах работала в компании Intercapital Brokers, в 2003–2008 годах являлась начальником отдела мониторинга и прогнозирования рынка ОАО РАО «ЕЭС России», с 2008 по 2009 год занимала пост директора проекта электроэнергетики ФК «ОТКРЫТИЕ», в 2009–2010 годах — управляющий директор инвестбанка «ОТКРЫТИЕ», руководитель департамента инвестиционно-банковской деятельности.

Кандидат экономических наук, имеет диплом Oxford University MSc Mathematical Finance, City University MBA Finance, а также диплом МЭИ по специальности «Инженер-системотехник».

В отличие от мирового рынка IPO, сегмент первичных размещений в России в 2010 — середине 2011 года демонстрировал существенно более скромные признаки оживления после кризисных лет. Если за рубежом совокупный объем сделок практически вышел на докризисный уровень, то в России смогли успешно разместиться единицы компаний, при этом часть размещений проходила на зарубежных площадках (Mailru Group, Yandex и другие), и относить их на счет российского рынка IPO было бы не вполне корректно. Хотя с точки зрения анонсированных сделок ситуация выглядит вполне оптимистично, растущее число отложенных проектов стало одной из наиболее заметных последних тенденций на российском финансовом рынке.

Мировые и локальные конъюнктурные тенденции, оказывающие влияние на российский рынок IPO, производят краткосрочный эффект. Главным препятствием для его развития являются системные проблемы, оказывающие негативное влияние на рынок в долгосрочной перспективе.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРОБЛЕМЫ

Недостаток внутреннего инвестиционного спроса

В России инвестиции в ценные бумаги, в том числе акции, по-прежнему остаются занятием для довольно узкого круга лиц. В развитых странах со сформировавшейся финансовой системой массовый инвестор является основой для развития класса институциональных инвесторов: капитал, который население доверяет управляющим компаниям, фондам (в том числе пенсионным), инвестиционным компаниям, поступает на рынок ценных бумаг, обеспечивая высокую ликвидность и спрос на инвестиционные инструменты. В России уровень доходов подавляющей части населения является фактором, сдерживающим развитие класса частных инвесторов, препятствует формированию инвестиционной культуры. Однако не менее, а то и более принципиальным является недоверие населения к финансовому рынку. К сожалению, «народные» IPO, которые должны были положить начало формированию широкого класса частных инвесторов, достигли скорее противоположного эффекта, явив собой пример неудачных размещений.

Количество российских институциональных инвесторов, а точнее их финансовые возможности, также не позволяют сформировать мощный спрос на бумаги компаний, в том числе размещаемых на отечественных площадках. По большому счету, российских инвесторов, готовых вкладываться в компании, выходящие на IPO, немного. В целом, на внутреннем рынке невозможно привлечь достаточный объем ресурсов для полного закрытия подписки в рамках крупного, а зачастую и среднего IPO.

Ограниченное предложение

Можно говорить о том, что в России по сравнению с развитыми, а также со многими развивающимися рынками довольно низка интенсивность появления компаний, способных заинтересовать инвесторов продуктом, технологией, привлекательной бизнес-моделью, внятной стратегией развития, прозрачностью и качеством управления. С этой проблемой сталкиваются и венчурные, и институциональные инвесторы, рассматривающие инвестиционные возможности на биржевых площадках, в том числе в рамках IPO.

Во всем мире интенсивность появления новых инвестиционных возможностей обеспечивается возникновением и развитием малых компаний, при этом не обязательно из высокотехнологичных секторов. В России же рынка ценных бумаг для компаний с малой капитализацией практически не существует, хотя они могли бы внести существенный вклад в развитие российского рынка IPO.

Еще одной интересной особенностью, ограничивающей предложение, является неготовность инвесторов к вложению в акции компаний, сферам деятельности которых присуща довольно высокая степень риска, а именно инновационных и высокотехнологичных компаний, например в секторах биотехнологий, медицины, IT, альтернативной энергетики. Это кардинальным образом отличает российский рынок IPO от рынков США, Европы, Азии, где такие компании появляются и выходят на биржу, зачастую находясь даже не на стадии коммерциализации продукта, а на этапе его разработки. В результате российские компании (редкие исключения были в 2010 и 2011 годах в практике российских площадок) вынуждены искать иные источники капитала или проводить размещения на иностранных площадках.

Кроме того, по причине множественных требований, предъявляемых к публичным компаниям с точки зрения открытости, темпов роста, кредитной истории и так далее, лишь ограниченное число российских компаний из разных секторов экономики в состоянии сегодня и смогут в обозримом будущем рассматривать IPO в качестве инструмента привлечения финансовых ресурсов.

Человеческий фактор

IPO становится все более доступной концепцией, что влечет за собой определенные риски. Многие владельцы компаний не совсем четко представляют себе, что означает выход на IPO и как после него сложится жизнь компании. Подготовка к IPO, размещение и последующий опыт требуют серьезных внутрикорпоративных реформ, одной из которых является повышение прозрачности и открытости бизнеса. Зачастую именно этот фактор вызывает дискомфорт у владельцев компаний, многие из которых не решаются сделать свой бизнес публичным даже при наличии предпосылок для успешного размещения. Важно понимать, что основная «работа над собой» начинается после размещения: выстраивание отношений с инвесторами, публикация регулярной отчетности, поддержка сайта, раскрытие существенных фактов из жизни компании, необходимость противостоять биржевым спекуляциям, готовность к тому, что котировки акций могут сильно колебаться в результате абсолютно случайных и неконтролируемых событий. Кроме этого, нужно мириться с наличием независимых представителей в совете директоров компании и постоянно учитывать интересы миноритарных акционеров. В результате в России сложился целый класс собственников, которые не рассматривают IPO в качестве инструмента по привлечению финансирования. С этой точки зрения российский бизнес как институт еще недостаточно зрел.

Другим проявлением человеческого фактора является частое отношение владельцев компаний к IPO как к модному инструменту, позволяющему привлечь деньги (и не только на цели развития бизнеса) на волне популярности IPO. В таких случаях подготовка компаний к размещению носит скорее формаль-

ный характер, являясь вынужденным шагом в сознании владельцев бизнеса. Из-за такого подхода сильно страдает адекватность оценки компании. В итоге цена размещения не устраивает инвесторов, и компаниям приходится отменять или откладывать листинг, зачастую под предлогом неблагоприятной конъюнктуры.

Инвестиционный климат

В основе многих вышеперечисленных проблем лежит неблагоприятный инвестиционный климат в России. Проблемы защиты частной собственности, прав и интересов инвесторов, непрозрачность системы принятия ключевых государственных решений, серьезные дефекты системы правосудия, коррупция, государственное вмешательство в хозяйственную деятельность бизнеса формируют фон, на котором отечественные и международные инвесторы принимают решения об инвестициях в российскую экономику. Это условия, в которых владельцы бизнеса вынуждены принимать решения о том, становиться или нет публичными, прозрачными, открываться ли перед инвесторами, общественностью, регулирующими органами, и если да, то в какой стране. К сожалению, ответ на это вопрос зачастую не в пользу России и российского финансового рынка.

Высокая конкуренция со стороны зарубежных площадок

Существуют разные оценки доли, которую занимают отечественные площадки в общем объеме размещений российских компаний. Однако все эти оценки сходятся в том, что подавляющая часть IPO российских эмитентов осуществляется за пределами России (бумаги российских компаний сегодня торгуются на Нью-Йоркской, Лондонской, Гонконгской, Франкфуртской, Варшавской биржах). Для этого есть много причин, большинство из которых частично отражены выше. Если их резюмировать, то получится следующее:

- В России имеется существенно меньший объем доступных инвестиционных ресурсов, при этом и он в ощутимых объемах мигрирует «на Запад».
- В России — в отличие от зарубежных рынков — не сформирована целевая аудитория инвесторов в размещаемые компании, а также в инновационные компании.
- Зарубежные финансовые рынки предоставляют инвесторам несопоставимо более широкий инструментарий для работы с ценными бумагами интересующих компаний.
- Западный фондовый рынок значительно стабильнее российского, на нем ниже вероятность спекуляций.
- В России труднее создавать и размещать малые компании.
- Размещение на площадках в США, Европе, Азии является престижным, свидетельствует о международном признании компании.
- Размещение на зарубежных рынках добавляет уверенности в защищенности бизнеса, снижает политические риски.

Все эти факторы перевешивают такие недостатки размещения на зарубежных площадках, как более высокая стоимость, более длительный срок подготовки и листинга, более жесткие требования к раскрытию информации и кредитной истории.

ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА IPO

Упомянутые проблемы и недостатки российского фондового рынка не отменяют тех достижений, которые бесспорно были и есть в российском финансовом секторе. Фондовый рынок страны растет вместе с увеличением объема экономики, совершенствуется законодательство, появляется новый инструментарий для инвесторов.

Нельзя отрицать, что интерес инвесторов к размещению российских компаний на отечественных площадках растет. В 2010 году, по данным исследования Offerings.ru, доля российских биржевых площадок в объеме размещения российских компаний выросла с 21% до 28%. По мнению некоторых экспертов, новая стадия развития отечественного рынка IPO должна ознаменоваться ростом привлекательности именно российских фондовых площадок. Однако вероятным этот сценарий представляется лишь с учетом планов приватизации государственных компаний, которая будет реализована через публичное размещение пакетов акций на российских биржах (в ближайшее время объем таких размещений может составить около $9 млрд). В условиях же свободной конкуренции бесспорный приоритет зарубежных площадок для размещения российских компаний сохранится, хотя общие объемы IPO отечественных игроков сильно возрастут. Приоритеты российских эмитентов могут поменяться, но не ранее, чем размещение на российских биржах станет привлекательным для зарубежных эмитентов.