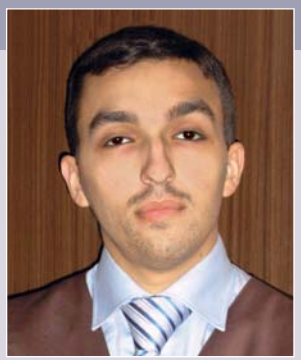
Публичные и частные размещения в России: финансовый кризис корректирует планы эмитентов



Юрий ИГНАТИШИН,
управляющий директор,
проект Offerings.ru

Юрий Игнатишин в 2000 году закончил Санкт-Петербургский Государственный Университет по специальности экономист-математик, в 2003 году защитил кандидатскую диссертацию на тему слияний и поглощений. С 2000 по 2004 год занимался оценкой бизнеса и бизнес-планированием в консалтинговой компании, управлеческим учетом и корпоративными финансами многопрофильного холдинга, антикризисным управлением торговой сети.

В 2004 году создал и возглавил проект Mergers.ru («Слияния и Поглощения в России»), в 2007 году создал и возглавил проект Offerings.ru («IPO в России»).

С 2007 г. преподает в Высшей школе менеджмента Санкт-Петербургского Государственного Университета.

В первую очередь хотелось бы затронуть вопрос терминологии рынка публичных и частных размещений. В российской экономической периодике и при общении с участниками рынка мы можем встретить разные подходы к определению того или иного размещения.

Мы со своей стороны предлагаем свою терминологию (при этом сразу отметим, что это лишь одна из возможных трактовок).

- **Публичное предложение акций (Public Offering)** — публичное предложение обыкновенных/голосующих акций компании, имеющей листинг на бирже, среди широкого круга инвесторов:
  - первичное публичное предложение (Initial Public Offering / IPO) — первое публичное предложение;
  - вторичное публичное предложение (Secondary Public Offering / SPO) — очередное публичное предложение.
- **Публичное размещение (Public Placement)** — публичное размещение голосующих акций/долей компании среди широкого круга инвесторов без прохождения процедуры листинга на бирже.
- **Частное предложение (Placing / Private Offering)** — предложение голосующих акций компании среди ограниченного круга инвесторов с прохождением процедуры листинга на бирже.
- **Частное размещение (Private Placement)** — размещение голосующих акций/долей компании среди ограниченного круга инвесторов без прохождения процедуры листинга на бирже.

Основные дискуссии при определении вида размещения возникают вокруг public/private и IPO/SPO. Ярким примером является размещение акций Сбербанка России в 2007 году. При общении с участниками рынка в рамках составления рейтингов/ренкингов нередко мы

сталкивались с позицией, что это было SPO. Но на вопросы «Когда же тогда было IPO банка?» никто из участников, придерживающихся данной точки зрения, не мог дать ответ.

Согласно данным нашего исследования, 2008 год характеризуется спадом количественного объема российского рынка размещений, а также стоимостного объема. В первом полугодии мы отметили 13 размещений (против 24 в первом полугодии 2007 года). Стоимостной объем упал больше чем в 10 раз до $1.92 млрд (с $20.2 млрд).

Многие компании, такие как Газпромбанк, «КИТ Финанс», «АК БАРС», «Группа НИТОЛ», «Акрон», Mail.ru перенесли свои размещения на более поздний срок. Возможно, перенос сроков был связан как с внутренними проблемами, так и с финансовым катаклизмами на Западе.

В первом полугодии 45% стоимостного объема приходится на два размещения — Globaltrans и «Магнит». Напомним, что в 2007 г. 47% приходилось на размещения ВТБ и Сбербанка. С точки зрения отраслевой специфики, выделим сферу недвижимости и ритейл, которые в совокупности занимают 44% стоимостного объема рынка ($845 млн).

Доля биржи OMX повысилась до 19%, а доля российских площадок упала до 35%. Лондонская фондовая биржа LSE все еще остается лидером по количеству эмитентов (7) и объему привлеченных средств ($832 млн). Напомним, что Лондонская фондовая биржа ранее являлась основной площадкой российских IPO. В 2005 году на ее долю приходилось 94% стоимостного объема, в 2006 году доля биржи снизилась до 61%, а в 2007 году — до 57%.

Таблица 1. Ренкинг компаний-эмитентов (общий объем размещения)

№	Компания-эмитент	Объем, $ млн	Доля акций, %	Тип размещения	Биржевая площадка	Тикер
1	Globaltrans	449.4	29.9	IPO	LSE	GLTR
2	Магнит	413.1	11.6	SPO	LSE, РТС, ММВБ	MGNT
3	X5 Retail Group	196.6	2.06	SPO	LSE	FIVE
4	EOS Russia	194.8	27.8	PO	OMX/FN	EOS
5	West Siberian Resources	170.3	7.99	PO	OMX/FN	WSR
6	ГК ПИК	139.2	0.97	PO	LSE	PIK
7	Открытые инвестиции	104.8	2.37	SPO	РТС	OPIN
8	Полюс Золото	98.9	1.01	PO	РТС, LSE	PLGL
9	Черкизово	70.8	7.00	SPO	РТС	CHE
10	Victoria Oil & Gas	30.3	32.2	PO	AIM/LSE	VOG
11	Русское Зерно	24.9	25.0	PO	РТС	RUGR
12	Imperial Energy	24.2	1.28	PO	LSE	IEC
13	Amur Minerals	5.02	11.9	PO	AIM/LSE	AMC

Источник: Offerings.ru

Таблица 2. Торговые площадки

Биржа	Количество размещений	Объем, $ млн
OMX (First North)	2	365.2
ММВБ	2	237.1
LSE (AIM)	7	882.4
РТС	5	437.4

Источник: Offerings.ru

Путь, который компания проходит по направлению к применению данного инструмента, разнообразен (Рис. 2). Консультанты советуют применять IPO компаниям с капитализацией не менее нескольких сотен миллионов долларов и хорошей финансовой историей. В первую очередь это связано с тем, что чем крупнее компания, тем больше спрос при размещении и ликвидность после него (при прочих равных). При этом из-за того что существует ряд расходов по размещению, не зависящих от его объема, они относительно меньше в более крупном размещении. Но на практике не все компании придерживаются этих советов и готовы нести повышенные расходы ради привлечения средств.

Что же движет участниками рынка, выбравшими данный инструмент в рамках стратегии своего развития? Мотивы, преследуемые в рамках размещений, зависят от собственников, отрасли, компании, текущей ситуации на рынке и/или в компании и т.д. Мотивация может быть рассмотрена с трех позиций.

1) Эмитент

- Привлечение финансовых ресурсов (проекты, рефинансирование)
- Доступ к источнику долгосрочного финансирования
- Снижение стоимости кредитных ресурсов
- Акции как залог при получении кредитов/займов
- Инструмент для рынка слияний и поглощений
- Получение рыночной оценки
- Статус, рейтинги, репутация
- Персонал
- PR и реклама

2) Собственники

- Диверсификация
- Сокращение/выход из бизнеса
- Получение рыночной оценки активов
- Повышение ликвидности активов
- Повышение экономической безопасности
- PR и реклама

Рис. 1. Отраслевая сегментация

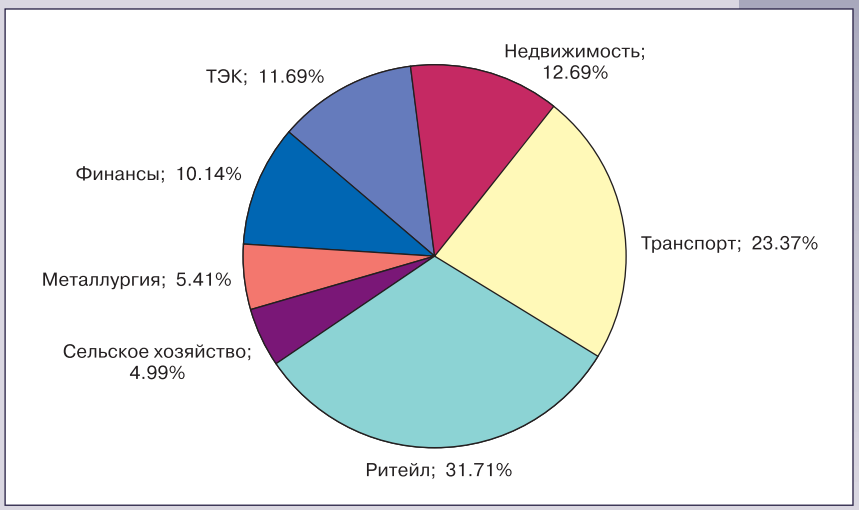
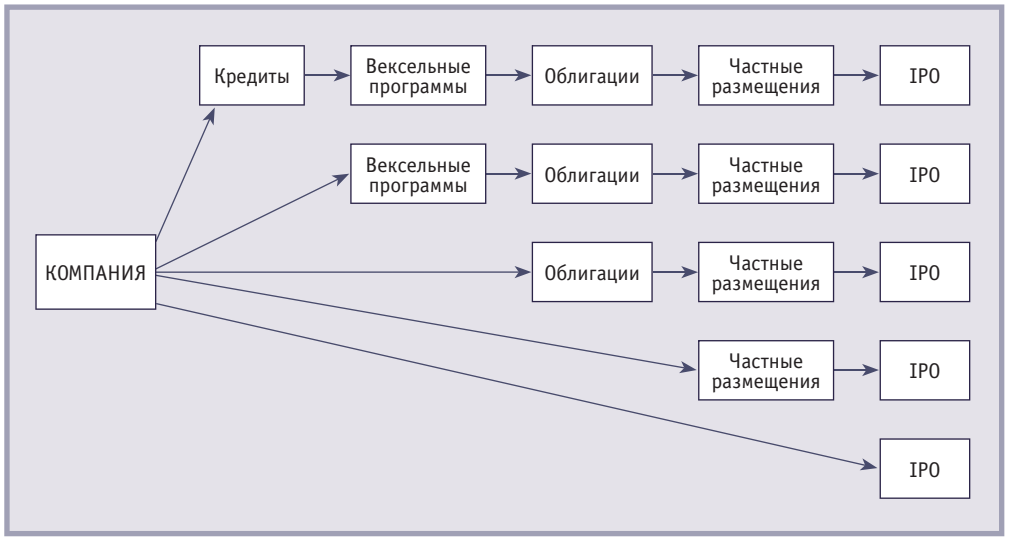


Рис. 2. Стратегия финансирования бизнеса



3) Менеджмент

- Статус, контакты, PR (повышение «стоимости»)
- Опционные программы
- Рост уровня профессионализма

Оценка эффективности достижения поставленных целей и самого размещения является нетривиальной задачей. Среди основных факторов, которые, по словам самих инвесторов, могут способствовать успешному размещению, можно выделить:

- размер компании;
- прозрачную структуру собственности;
- рыночные доли и перспективы роста;
- четкую стратегию развития;
- ликвидность акций (существенный free float);
- прозрачную финансовую отчетность;
- высокий уровень корпоративного управления;
- эффективные коммуникации с потенциальными инвесторами.

Важнейшие принципы анализа экономической эффективности предусматривают соотнесение затрат и выгод с помощью перспективного и ретроспективного анализа. Однако следует учитывать различную направленность данных двух видов оценки на практике: перспективная оценка используется для принятия решения о размещении, а ретроспективная оценка пригодна для определения того, насколько удачно оно было проведено.

Перспективный анализ эффективности. Соотнесение сумм затрат с некой оценкой получаемых выгод, при этом параллельно рассматриваются альтернативные финансовые инструменты. Данный вид оценки заключает в себе существенный фактор неопределенности будущих результатов.

Ретроспективный анализ. Позволяет судить об эффективности размещения на основании рассмотрения динамики тех или иных харак-теристик деятельности компаний за определенный промежуток времени после его осуществления.

В рамках нашего исследования мы смогли оценить один из множества ретроспективных показателей — 0.76% составило средневзвешенное снижение цен в первый день торгов по анализируемым компаниям.

В этой связи стоит отметить основные риски, с которыми сталкивается компания, собственник и менеджер.

1) Эмитент
- Издержки публичности (миноритарии, пресса)
- Стоимость инструмента и его ограниченность
- Затраты на проведение (временные, материальные и нематериальные)
- Снижение экономической безопасности (поглощения, предоставление корпоративной информации, претензии миноритариев)

2) Собственники
- Издержки публичности
- Потеря части контроля
- Снижение экономической безопасности

3) Менеджмент
- Профессионализм (несоответствие уровню)
- Снижение экономической безопасности
- Зависимость от миноритарных акционеров

Таблица 3. Рейтинг андеррайтеров[1)]

R	Андеррайтер	Эмитент
1	Morgan Stanley	Globaltrans, Магнит, West Siberian Resources
2	Deutsche Bank	Globaltrans, Магнит
3	Carnegie	West Siberian Resources, EOS Russia
4	Goldman Sachs	Черкизово, X5 Retail Group
5	Ренессанс Капитал	Victoria Oil&Gas, Русское Зерно
6	Nomura	ПИК
7	Тройка-Диалог	EOS Russia
8	ING Bank	Открытые Инвестиции
9	UBS	Полюс Золото
10–11	Citi	X5 Retail Group
10–11	Альфа-Капитал	X5 Retail Group
12	Credit Suisse	Черкизово
13–14	Merrill Lynch	Imperial Energy
13–14	Hoare Govett	Imperial Energy
15	Fox-Daves Capital	Amur Minerals
16	МДМ-Банк	Черкизово

Источник: Offerings.ru

[1)] Нормирование (приведение к одной размерности) и взвешивание показателей (объем и количеств IPO) каждого участника рейтинга

Таблица 4. Рейтинг организаторов

R	Организатор	Эмитент
1	Deutsche Bank	Магнит, Globaltrans
2	Morgan Stanley	Магнит, West Siberian Resources
3	Carnegie	EOS, West Siberian Resources
4	Goldman Sachs	Черкизово, X5 Retail Group
5	Ренессанс Капитал	Victoria Oil&Gas, Русское Зерно
6	Nomura	ПИК
7	Тройка-Диалог	EOS Russia
8	ING Bank	Открытые Инвестиции
9	UBS	Полюс Золото
10	Citi	X5 Retail Group
11–12	Hoare Gove	Imperial Energy
11–12	Merrill Lynch	Imperial Energy
13	Fox-Daves Capital	Amur Minerals

Источник: Offerings.ru

Важным звеном между указанными выше участниками (собственники, менеджмент) и потенциальными инвесторами являются консультанты. Нередко именно благодаря им эмитенту удается повысить эффективность размещения и снизить его риски. На основе исследования нами были составлены рейтинги/ренкинги по следующим группам:

1. Андеррайтер
2. Организатор
3. Юрист эмитента
4. Юрист консультанта
5. Аудитор
6. Консультант по коммуникациям

Для примера приведем рейтинги по первым двум группам консультантов (см. Таблицы 3 и 4).

В заключение хотелось бы отметить, что публичное и частное размещение — это всего лишь один из инструментов в рамках стратегии развития компании. И выбор этого инструмента всегда должен осуществляться с точки зрения его экономической эффективности.