

С. Б. Шабуневич¹, Н. К. Мельников²

¹ Частный институт управления и предпринимательства, Минск, Беларусь

² Институт бизнеса БГУ, Минск, Беларусь

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ОПЫТА IPO РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ В ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Финансирование крупных инфраструктурных проектов, которые имеют системную значимость для белорусской экономики, хотя и предполагает участие государства, но может осуществляться и с привлечением частных инвесторов. Масштаб инвестиций, необходимый национальной экономике, требует привлечения иностранного капитала. Эффективным каналом привлечения этого капитала выступает институт IPO. Самый значительный опыт в этой области из стран Восточной Европы накоплен Россией, что обосновывает необходимость его детального изучения.

В статье проанализированы опыт публичных размещений акций российских компаний с момента зарождения рынка IPO до настоящего времени и возможность использования его в национальных экономических условиях.

Ключевые слова: *первичное публичное предложение акций, эмитент, андеррайтер, листинг, капитализация, депозитарная расписка*

S. Shabunovich¹, N. Melnikov²

¹ Private institute of management and business, Minsk, Belarus

² School of Business of BSU, Minsk, Belarus

USING OF IPO EXPERIENCE OF RUSSIAN ISSUERS IN THE NATIONAL ECONOMY CONDITIONS

Financing of major infrastructure projects of a systemic importance for the Belarusian economy, although involves the state, but can be carried out attracting private investors. Scale of investment needed for national economy requires the involvement of foreign capital. IPO institute serves as effective channel of attracting that capital. The most significant experience in this area among Eastern European countries is accumulated by Russia that justifies the need for it's detailed study.

The article analyzes the experience of public offerings of Russian companies since the inception of IPO market to date and the possibility of its use in national economic conditions.

Keywords: *initial public offering, emitent, underwriter, listing, capitalization, depositary receipt*

Важнейшим условием восстановления устойчивого темпа роста белорусской экономики выступает реализация инвестиционных программ в области модернизации основных производственных фондов, финансирования научно-исследовательских разработок, повышения производительности труда за счет внедрения современных технологий управления бизнесом и производством. Для этого необходим пересмотр подходов к раскрытию инвестиционного потенциала страны.

В соответствии с «Программой деятельности Правительства Республики Беларусь на 2016–2020 годы», утвержденной постановлением Совета Министров Республики Беларусь 05.04.2016 № 274 для повышения конкурентоспособности и эффективности работы промышленности будет реализован комплекс системных мер. Так, в части совершенствования системы управления государственным имуществом, реструктуризации и модернизации организаций предполагается проведение IPO (публичных размещений дополнительных выпусков акций) на международных и отечественной биржах [1].

Подписанный 3 марта 2016 г. Указ Президента Республики Беларусь «О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок» призван регламен-

тировать выход с IPO белорусских компаний на зарубежные торговые площадки [2]. Самый значительный опыт в этой области из стран Восточной Европы накоплен Россией, что обосновывает необходимость его детального изучения.

Результаты и их обсуждение

В 1996 г. российские компании первыми из стран СНГ начали проводить IPO на зарубежных фондовых рынках. К настоящему времени проведено более 180 размещений акций как внутри страны, так и за рубежом 125 российских компаний. Причем около 30 % эмитентов, которые провели первые публичные размещения, в дальнейшем использовали биржу для последующего привлечения капитала посредством вторичных размещений акций. На основании проведенного исследования по данным информационного агентства Sбonds, специализирующегося в сфере финансовых рынков, можно сделать вывод, что в общей сумме в российскую экономику в результате проведения IPO было привлечено 116,171 млрд долл. США [3].

В истории развития российских IPO можно выделить следующие этапы:

- 1996–2003 гг. – зарождение и становление рынка IPO (проведено первое публичное размещение акций в России – 2002 г.);
- 2004 г. – IPO значимое общественно-экономическое явление (5 IPO, привлечено 508 млн долл. США);
- 2005–2007 гг. – интенсивное развитие рынка IPO (55 IPO, привлечено 58,729 млрд долл. США);
- 2008–2010 гг. – наступление глобального финансово-экономического кризиса и влияния его последствий (39 IPO, привлечено 18,957 млрд долл. США);
- 2011–2013 гг. – стабилизация рынка (42 IPO, привлечено 28,581 млрд долл. США);
- 2014 г. – обвал рынка IPO российских компаний, обусловленный снижением мировых цен на энергоносители и введением экономических санкций (2 IPO, привлечено 1,271 млрд долл. США);
- 2015–2017 гг. – адаптация рынка к новым постсанкционным экономическим условиям (28 IPO, привлечено 8,111 млрд долл. США).

История российского рынка IPO началась в ноябре 1996 г., когда компания «Вымпелком» разместила американские депозитарные расписки на Нью-Йоркской фондовой бирже, сумма привлеченных средств составила 111 млн долл. США. Первое «классическое» размещение на территории России прошло лишь в апреле 2002 г. Его провела компания ОАО «РБК Информационные системы». В результате удалось привлечь 13 млн долл. США. В дальнейшем, как показано на рис. 1, эта форма привлечения капитала стала набирать популярность.

Следует отметить, что 2003–2007 гг. характеризовались бурным ростом как мировой, так и российской экономики. Международные инвесторы проявляли интерес к компаниям из развивающихся стран вследствие благоприятной конъюнктуры, сложившейся для последних на мировых сырьевых рынках. Особое внимание уделялось странам БРИК. Китайские и российские активы представлялись инвестиционным фондам наиболее привлекательными с точки зрения размещения капитала. Так, в 2004 г. российскими компаниями удалось привлечь 508 млн долл. США, а к 2007 г. российский рынок IPO достиг своего пика и объем размещений уже составил 35 570 млн долл. США.

Под влиянием мирового финансового кризиса в 2008–2010 гг. объемы и количество размещений на рынке IPO сильно сократились. Большинство компаний, планировавших проведение IPO, были вынуждены перенести сроки проведения или вовсе отменить размещение. Однако в 2011 г. рынок публичных размещений акций российских компаний начал восстанавливаться. Введение экономических санкций в 2014 г. и падение мировых цен на нефть имели катастрофические последствия для рынка размещений, который «просел» почти до первоначальных объемов. В последнее время (2015–2017 гг.) наблюдаются признаки оживления и адаптации российских IPO к новой экономической реальности. Происходит постепенный рост количества и объемов размещений, но в основном на территории России (рис. 2).

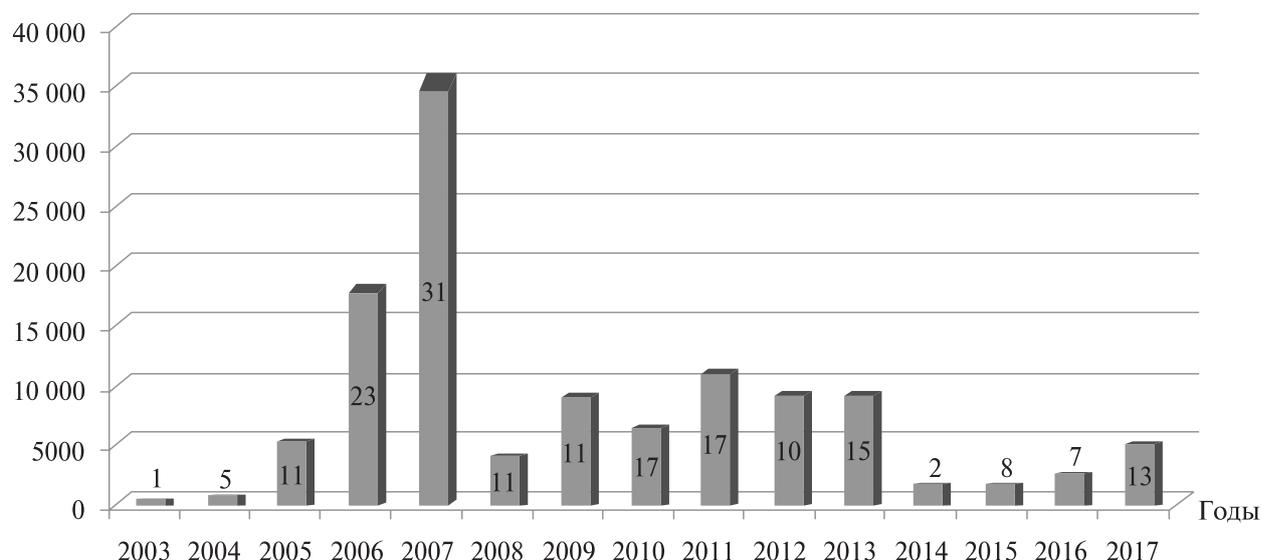


Рис. 1. Количественная и стоимостная динамика российских IPO за период 2003–2017 гг., млн долл. США

Источники: разработано авторами на основе [3].

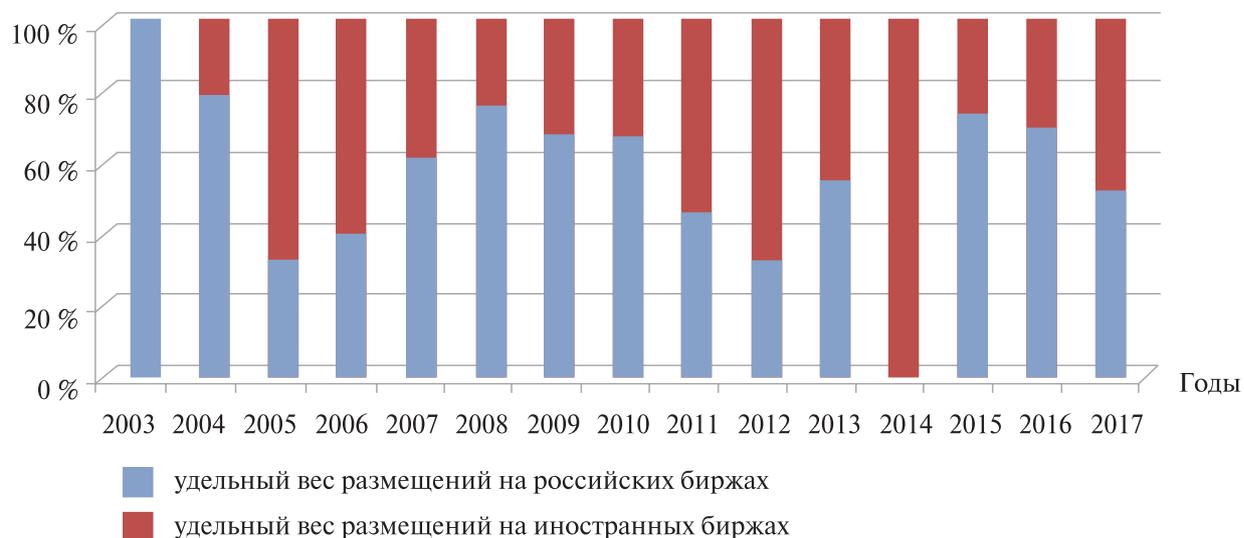


Рис. 2. Изменение структуры рынка IPO российских эмитентов за период 2003–2017 гг.

Источники: разработано авторами на основе [3].

В период интенсивного развития (2005–2006 гг.) наибольшей популярностью у российских компаний пользовались зарубежные торговые площадки. Это объяснялось стремлением к формированию рыночной оценки на международном уровне, возможности привлечения значительного объема капитала и повышения ликвидности. Из разновидностей выхода на зарубежные торговые площадки среди российских эмитентов наибольшей популярностью пользовались Глобальные Депозитарные Расписки (GDR) в Лондоне в сочетании с размещением ценных бумаг по Правилу 144А в Нью-Йорке, которое дает возможность институциональным инвесторам совершать сделки с акциями, не зарегистрированными в соответствии с законодательством США.

Однако протекционистская политика Федеральной службы по финансовым рынкам России изменила ситуацию в пользу размещений внутри страны. Были приняты законодательные нормы, обязывающие эмитентов, выходящих на зарубежные IPO, проходить процедуру листинг-

га на Московской бирже. Также для этих компаний устанавливались квоты на объемы размещения акций за пределами России.

Нельзя не заметить тот факт, что в рассматриваемый период (2003–2017 гг.) украинские и казахстанские эмитенты не провели ни одного иностранного IPO на Московской бирже, а размещались преимущественно в Варшаве и Лондоне соответственно. Завышенные ожидания в оценке стоимости национальных активов белорусской стороны и противоположное стремление российской стороны «понизить цену» могут помешать справедливой рыночной оценке национальных эмитентов на Московской бирже. Это определяет повышенный интерес к зарубежной географии российских IPO.

Как видно из табл. 1, неоспоримым лидером по проведению IPO российских компаний за рубежом является Лондонская фондовая биржа (82,42 % от всех иностранных размещений). Это обусловлено возможностью размещаться компаниям различной капитализации, высочайшим уровнем ликвидности и широкой диверсификацией институциональных инвесторов. Таким образом, оценивая возможность дебютного выхода белорусских эмитентов на зарубежный рынок капитала, необходимо рассматривать Лондонскую фондовую биржу как одно из мест получения справедливой рыночной оценки белорусских активов. На втором месте с большим отставанием располагается NASDAQ, где размещаются исключительно высокотехнологичные российские компании.

Таблица 1

Количество IPO российских эмитентов, проведенных за рубежом за период 2003–2017 гг.

Название зарубежной биржи	Годы														Кол-во
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Лондонская фондовая биржа (LSE)	1	8	15	14	3	3	4	8	7	2	1	2	1	6	75
NASDAQ	–	–	1	–	–	–	–	1	–	3	1	–	1	–	7
Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE)	–	–	–	–	–	–	–	1	1	2	–	–	–	–	4
Франкфуртская фондовая биржа (FWB)	–	–	–	–	–	1	–	–	1	–	–	–	–	–	2
Венская фондовая биржа (WBAG)	–	–	–	1	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1
Гонконгская фондовая биржа (HKEX)	–	–	–	–	–	–	2	–	–	–	–	–	–	–	2
Итого сделок IPO:	1	8	16	15	3	4	6	11	8	7	2	2	2	6	91

Источники: разработано авторами на основе [3].

Отраслевая структура рынка IPO российских компаний является отражением наиболее динамично развивающихся отраслей российской экономики, в которой доминирует финансовый сектор, нефтегазовая и горнодобывающая отрасли, энергетика. Вторым эшелоном идут высокие технологии, недвижимость и торговля (рис. 3).

В период бурного роста (2005–2007 гг.) лидерство на рынке российских IPO захватила нефтегазовая отрасль (рис. 4). Дальнейшее преобладание финансового сектора было обусловлено значительными по объему размещениями акций ВТБ и Сбербанк. Глобальный финансово-экономический кризис вывел в лидеры транспортную отрасль. С введением экономических санкций наиболее привлекательными для размещений стали торговля и потребительский сектор. Накопленный опыт в этой отрасли может быть использован белорусским ритейлером «Евроторг», который в своем развитии прошел все стадии финансирования и объявил о предстоящем выходе с IPO на Лондонскую фондовую биржу [4].

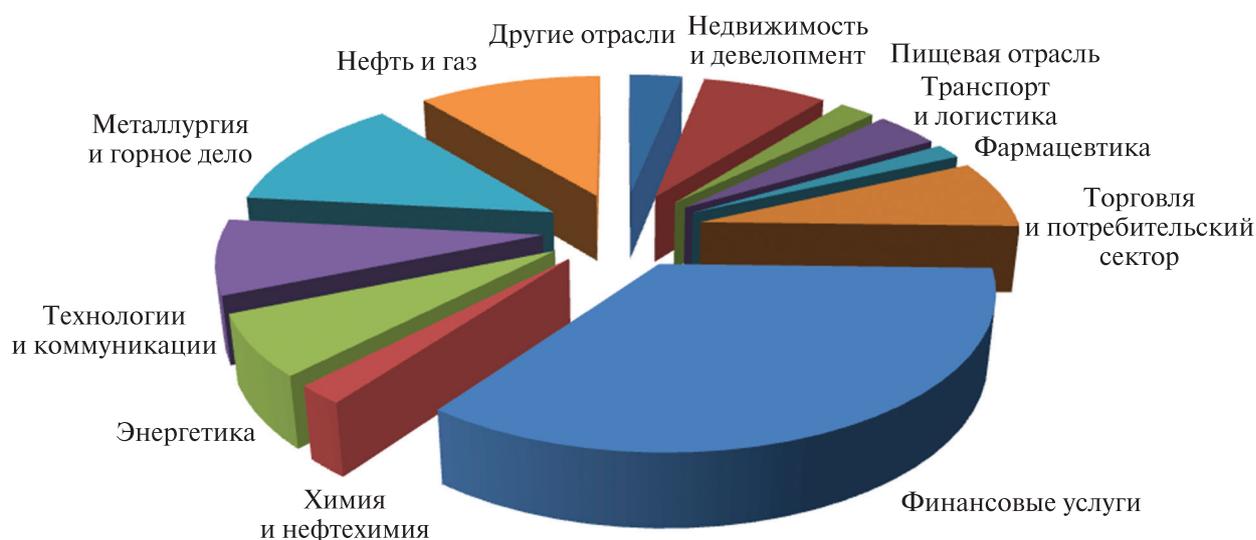


Рис. 3. Отраслевая структура рынка IPO российских эмитентов за период 2003–2017 гг.

Источники: разработано авторами на основе [3].

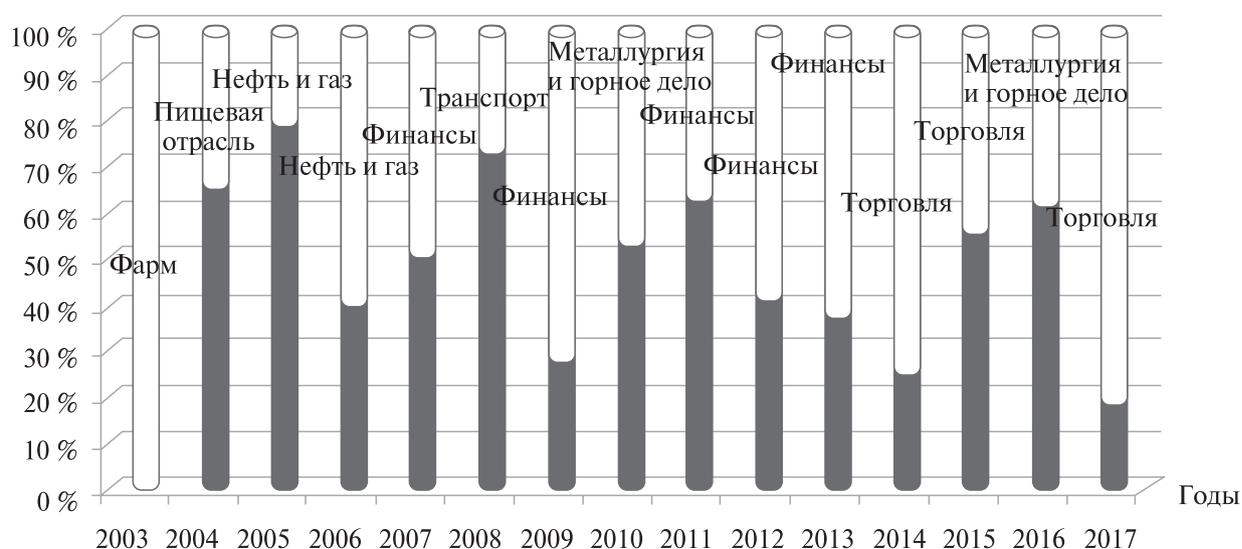


Рис. 4. Динамика отраслевого преобладания в российских IPO за период 2003–2017 гг.

Источники: разработано автором на основе данных [3].

В проводимом IPO инвестиционному банку (андеррайтеру) как организатору размещения акций отводится ключевая роль. От него во многом зависит результат первого публичного выхода компании на международный рынок капитала. В контексте возможного проведения IPO белорусскими эмитентами на иностранной бирже история взаимоотношений российских компаний с международными инвестиционными банками представляет большой интерес (табл. 2).

Самый большой опыт выведения российских компаний с IPO на международный рынок капитала имеют американский банк Morgan Stanley, швейцарский Credit Suisse и немецкий Deutsche Bank. Необходимо отметить, что у лидирующих инвестиционных банков не прослеживается какая-либо отраслевая специализация по работе с эмитентами. Российские андеррайтеры публичных размещений – Ренессанс Капитал, ВТБ Капитал и Тройка Диалог, так и не смогли «подвинуть с пьедестала» международных лидеров этой разновидности инвестиционного бизнеса.

Таблица 2

**Инвестиционные банки по количеству российских IPO
на международных фондовых биржах период 2003–2017 гг.**

Название инвестиционного банка	Годы														Итого
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Morgan Stanley	–	5	4	4	3	2	2	5	4	2	–	–	–	3	31
Credit Suisse	1	4	4	2	–	–	1	3	3	4	2	2	–	3	29
Deutsche Bank	–	1	5	8	2	2	–	4	3	1	1	–	–	–	27
ВТБ Капитал	–	–	–	–	–	2	2	4	1	3	2	2	1	6	23
Renaissance Capital	–	2	3	5	–	–	–	4	3	2	–	–	–	–	19
J.P. Morgan	–	–	2	–	–	–	2	1	4	2	1	2	1	3	18
Sberbank CIB (Тройка Диалог)	–	3	2	2	–	–	2	3	3	2	–	–	–	–	17
UBS	–	3	2	5	–	–	1	–	1	–	1	–	2	2	17
Citigroup	–	–	2	4	–	–	–	2	2	1	–	–	–	5	11
Merrill Lynch	–	1	–	2	–	1	1	–	1	1	–	–	–	3	7
Прочие	3	9	37	17	2	1	4	4	3	4	–	–	1	12	97

И с т о ч н и к: разработано автором на основе [3].

Одним из перспективных мест для проведения IPO белорусских предприятий, помимо Лондонской и Московской бирж, может быть Варшавская фондовая биржа (ВФБ) – одна из крупнейших фондовых бирж Центральной и Восточной Европы. В третьем квартале 2017 г. на Варшавской бирже было проведено 9 первичных размещений, что стало третьим результатом среди европейских бирж вслед за Лондонской и Швейцарской биржами. Второй по величине оператор мобильной связи Польши провел крупнейшее размещение на фондовом рынке Европы в 2017 г. в объеме 1,1 млрд евро [5].

Особенно привлекательной площадкой для размещения финансовых ресурсов малых и средних предприятий является подразделение ВФБ – альтернативная торговая система NewConnect. Запущенная в 2007 г. и управляемая ВФБ вне регулируемого рынка NewConnect функционирует аналогично альтернативному инвестиционному рынку (AIM) в Лондоне или виртуальной Северной фондовой бирже в составе скандинавской группы OMX. Таким образом, NewConnect представляет собой альтернативную фондовую биржу, позволяющую небольшим компаниям размещать акции на Варшавской фондовой бирже.

Цель деятельности NewConnect – обеспечение доступа к финансированию и предоставление места обмена для акций небольших компаний, которые котируются на основном рынке Варшавской фондовой биржи. Рынок NewConnect предназначен для новых или не старше 3–4 лет со дня основания компаний с высокой динамикой роста и ожидаемой капитализацией до примерно 500 тыс. долл., которые ищут капитал от нескольких десятков до нескольких сотен тысяч долларов. Это рынок удобен для представителей инновационного сектора, основанных главным образом на нематериальных активах (например, ИТ-компании, электронные СМИ, компании в области телекоммуникаций, биотехнологий, защиты окружающей среды, альтернативной энергетики, современных услуг).

По сравнению с основным рынком Варшавской фондовой биржи, NewConnect предусматривает более низкие затраты для размещенных компаний, упрощенные критерии входа и ограниченные требования к отчетности. По сравнению с регулируемым рынком NewConnect не требует обязательного представления ежеквартальных отчетов, позволяет представлять полугодовые отчеты без аудита, дает свободу выбора стандартов бухгалтерского учета (МСФО или стандартов, применимых к зарегистрированному офису компании) [6].

Показательно, что в III квартале 2018 г. в Польше произошли 4 IPO, из которых только одно – на главном рынке ВФБ, а три – на альтернативном рынке NewConnect. Общая стоимость IPO, проведенных на альтернативном рынке NewConnect в III квартале 2018 г. составила 12,6 млн злотых. Самую большую сделку на сумму 6,5 млн злотых провела компания Сгееру Јар (издатель и дистрибьютор видеоигр). На альтернативном рынке дебютировала также компания Medicine, занимающаяся продажей медицинской продукции в области кардиологии и кардиохирургии (значение IPO составило 4,9 млн злотых) и компания Passus, являющаяся поставщиком ИТ-решений (значение предложения 1,3 млн злотых) [7].

Выводы

В результате анализа опыта публичных размещений акций российских эмитентов и деятельности европейских биржевых площадок можно сделать некоторые выводы применительно к национальным экономическим условиям.

Наибольшей привлекательностью для зарубежных инвесторов в процессе IPO будут обладать белорусские эмитенты, относящиеся к нефтеперерабатывающей и химической отрасли, металлургии, автомобиле- и машиностроению, торговле, а также к финансовому сектору.

Большое значение для выхода белорусских эмитентов с IPO на зарубежную биржу будет иметь выбор момента размещения акций. Важно это делать на пике деловой активности институциональных инвесторов, которая, в свою очередь, является следствием экономического роста, а также на фоне макроэкономической стабилизации внутри страны. Учитывая тесную взаимосвязь российской и белорусской экономик, повышенный интерес к национальным эмитентам может наблюдаться в период мирового роста цен на энергоносители. Это самый благоприятный период для выхода с IPO представителей белорусской нефтеперерабатывающей промышленности. Однако компании, прочно удерживающие свою нишу на рынке, могут размещаться и в периоды снижения мировых цен на энергоносители. В это время размещение некоторых представителей химической отрасли, машиностроения, торговли и финансового сектора также могут пройти успешно. При этом не рекомендуется выходить на IPO одновременно с компанией из аналогичной отрасли. Такой вариант возможен в силу существования на международных торговых площадках «IPO окон» по причине требований к сроку давности финансовой отчетности.

Предоставление возможности для размещения акций компаниям различной капитализации, высочайший уровень ликвидности и широкая диверсификация институциональных инвесторов позволяет рассматривать Лондонскую фондовую биржу как место получения справедливой рыночной оценки белорусских активов и проведение национальными компаниями дебютного зарубежного IPO.

Белорусским инновационным малым и средним предприятиям, обладающими большой долей нематериальных активов, в период поиска источников средств целесообразно обратить внимание на возможности относительно новой платформы – альтернативной фондовой биржи NewConnect. Привлекательность такой фондовой площадки обусловлена возможностями поддержки динамичных компаний, менее обременительными формальными требованиями входа и информации, низкими дебютными и листинговыми расходами продвижения и признания компании.

В процессе подготовки к публичному размещению акций за рубежом национальным эмитентам необходимо привлечь в качестве андеррайтеров синдикат, состоящий из международных инвестиционных банков, имеющих за плечами самый богатый опыт проведения сделок IPO с компаниями из стран Восточной Европы. К таковым относятся: Morgan Stanley, Credit Suisse, Deutsche Bank, J. P. Morgan, UBS и др. Однако необходимо учитывать уровень будущей капитализации эмитента, так как стоимость услуг лидеров андеррайтинга достаточно высока и рассчитывается, как правило, от возможного объема размещения акций. Для малых и средних предприятий более удачным решением может быть сотрудничество с андеррайтерами, работающими на альтернативных фондовых биржах.

Широкое использование российскими компаниями в процессе выхода на зарубежные рынки капитала депозитарных расписок позволяет сделать вывод о необходимости освоения национальными эмитентами этого принципиально нового финансового инструмента. С его помощью белорусские эмитенты акций получают возможность привлечения капитала, основанного на иностранной базе инвесторов, не покидая при этом национальных границ.

Список использованных источников

1. Программа деятельности Правительства Республики Беларусь на 2016–2020 годы [Электронный ресурс] : постановление Совета Министров Респ. Беларусь 05 апр. 2016 г., № 274 // Эталон. – Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск 2018.
2. О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок [Электронный ресурс] : Указ Президента Респ. Беларусь 03 марта 2016 г., № 84 // Эталон. – Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск 2018.
3. Информационно-аналитический портал PREQVECA [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.preqvesa.ru>. – Дата доступа: 30.09.2018.
4. Информационное агентство Reuters [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ru.reuters.com/article/companyNews>. – Дата доступа: 2.10.2018.
5. IPO Watch Europe Q3 2017. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://pwc.es>. – Дата доступа: 15.10.2018.
6. NewConnect – A New Quality on the WSE. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://newconnect.pl/basic-info>. – Дата доступа: 15.10.2018.
7. IPO Watch Europe Q3 2018 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://pwc.es>. – Дата доступа: 15.10.2018.

Статья поступила 18.10.2018