



ПЕТР РУШАЙЛО,

РЕДАКТОР BUSINESS GUIDE

«ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ»

СЛАВА РЕЦЕССИИ

Уже, наверное, как минимум полгода только и разговоров, что о финансовом кризисе, получившем название «ипотечного», хотя, наверное, не будь на рынке ипотечных бумаг, охочие до прибыли банкиры додумались бы использовать в качестве «квазиденег» вместо обеспеченных закладными облигаций что-нибудь другое — вплоть до фантиков. «Фантики — это уж слишком», — скажете вы и будете не правы: точно такая же не обеспеченная адекватными активами бумага.

Интересная особенность дискуссии последних пары месяцев при этом следующая. Говоря о перспективах фондового рынка (как мирового, так и отечественного), эксперты практически единодушно увязывают их с возможностью наступления рецессии в экономике США. Такое впечатление, что термин «рецессия» стал едва ли не ругательным словом, таким жупелом, которым пугают инвесторов.

Между тем сама посылка о том, что рецессия в экономике США способна навредить рынку акций, представляется далеко не очевидной. Речь, конечно, не о возможности всплеска продаж ценных бумаг — под действием самовнушения фондовые спекулянты идут на такое под влиянием и куда менее основательных поводов. Со стратегической же точки зрения рецессия вполне может оказаться весьма полезной.

В самом деле, общее замедление экономики, если, конечно, оно не перерастет в глобальный крах, будет означать лишь то, что с окончанием эпохи дешевых денег (точнее, фантиков, временно ставших деньгами) заканчивается и эпоха неэффективного бизнеса. Пока работал печатный станок и объем банковского кредита рос без оглядки на реальность, можно было позволить себе финансирование даже довольно сомнительных проектов, формально, впрочем, увеличивающих ВВП. После же некоторого очищения экономики выживут только самые эффективные. И не факт, что это будут именно американские компании — привычка жить на широкую ногу развращает.

Так что с точки зрения долгосрочного инвестирования рецессия вполне может быть полезна. Дело за малым — выбрать компанию, которая занимается действительно эффективным бизнесом. Но здесь, надемся, вам поможет наш Business Guide. Так что слава рецессии, долой фантики и все на рынок — за покупками!



КОЛОНКА РЕДАКТОРА

АНТИНАРОДНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В ПОСЛЕДНИЕ ДВА ГОДА РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ И БАНКИ РЕЗКО АКТИВИЗИРОВАЛИ ВЫХОД НА ПУБЛИЧНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ. ПРИ ЭТОМ ЧАСТНЫЕ ИНВЕСТОРЫ, УСПЕВШИЕ ПОУЧАСТВОВАТЬ В ШИРОКО РАЗРЕКЛАМИРОВАННЫХ «НАРОДНЫХ» IPO, ЗРЯ ОБИЖАЮТСЯ НА НИЗКУЮ ДОХОДНОСТЬ ВЛОЖЕНИЙ. АНАЛИЗ ПОКАЗЫВАЕТ, ЧТО ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ЕДВА ЛИ ВОООЩЕ МОГУТ БЫТЬ ИНТЕРЕСНЫ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПОКУПКИ МЕЛКИХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ.

ВИКТОР КОНОВАЛОВ, ЗАМДИРЕКТОРА «ИНТЕРФАКС-ЦЭА»

ПОПУЛЯРНЫЙ МЕХАНИЗМ Собирая информацию о первичных публичных размещениях российских компаний, сталкиваясь с тем, что различные источники приводят различные цифры, причем расхождения могут быть довольно существенными. А причина — в неоднозначной трактовке самого понятия «Initial Public Offering» (IPO). Изначально данный термин, разработанный и примененный в США, означал процедуру выпуска долевых ценных бумаг, в первый раз распространяемых среди неограниченного круга инвесторов. Однако в Европе он утратил свое оригинальное значение. В частности, на Лондонской фондовой бирже (LSE) аббревиатурой IPO стали называть любое размещение акций, впервые предлагаемых на LSE.

Российские компании в силу глубоких связей с Лондонской фондовой биржей и непроработанности отечественного законодательства стали понимать термин именно в европейском «искаженном» значении. При этом первичными порой называются даже размещения акций, которые уже обращаются на открытом рынке. В США такие размещения попадают в разряд вторичных — Secondary Public Offering.

Это и породило путаницу, поскольку одни стали использовать термин IPO в самом широком смысле, а другие пытаются все же приблизить его содержание к первоначальному, более узкому значению, делая экспертные корректировки, учитывающие суть размещений.

Хотя и здесь не все так однозначно. К примеру, спорным является размещение Сбербанка, состоявшееся в феврале прошлого года: одни относят его к вторичному, другие считают первичным, обосновывая это тем, что эмитента до этого не было как такового публичного размещения. Расхождения, которые образуются в силу выше-названных причин, можно увидеть, в частности, на примере данных информационно-аналитического портала offerings.ru и консалтинговой компании The PBN Company, которые использовались в статье.

В 2006 году российские компании и банки, согласно данным портала offerings.ru, осуществили 23 первичных публичных размещения акций на общую сумму \$17,742 млрд, что почти в четыре раза превысило показатель предыдущего года. Крупнейшим размещением стало IPO «Роснефти» на \$10,42 млрд — первое в России размещение, проводившееся по схеме так называемого народного IPO, то есть с привлечением физических лиц, которые могли свободно подавать заявки на покупку ценных бумаг компании в офисах ряда коммерческих банков. Тенденция к росту количественных и объемных показателей первичных размещений акций сохранилась и в прошлом году, когда уже в первом полугодии состоялось 14 размещений на общую сумму \$18,8 млрд. В целом же за год было произведено 25 размещений на общую сумму \$23,637 млрд.

Среди причин, вызвавших активизацию российских компаний на рынке IPO, аналитики выделяют две основные.

Во-первых, за последние пять-шесть лет капитализация российского фондового рынка существенно выросла и текущая рыночная стоимость компаний уже не так сильно занижена, как это было сразу после кризиса 1998 года. При этом большинство экспертов не ожидают таких же высоких темпов роста стоимости акций, как это было в период восстановления, то есть их потенциал роста во многом уже исчерпан. Поэтому владельцы более охотно расстаются с ценными бумагами, котировки которых уже адекватны реальности. Так сложилось, что в России IPO используются прежде всего как способ фиксации части прибыли ключевыми акционерами и повышения ликвидности их активов.

Первичное публичное размещение как средство привлечения капитала для развития компании используется реже, однако и здесь тоже есть позитивная динамика. И она является следствием второй основной причины активизации выхода компаний на публичный рынок. Дело в том, что альтернативный сегмент привлечения инвестиций — долговой рынок — не всегда может предложить компаниям приемлемый уровень процентных ставок при заимствованиях на длительный срок, особенно для эмитентов, не входящих в первый эшелон. Таким образом, для таких компаний, учитывая лежащую на них долговую нагрузку, выпуск облигаций не может считаться эффективным средством привлечения капитала, и тогда они обращаются к IPO.

Наиболее крупными IPO 2007 года стали банковские размещения — Сбербанк РФ и Внешторгбанк, проводившиеся с привлечением физических лиц. Высокий спрос на банковские бумаги исходил, в частности, со стороны нерезидентов. Наиболее ярко это проявилось при размещении бумаг ВТБ. В России госбанк разместил 35% от объема IPO, за рубежом — 65%. Переподписка по итогам закрытия книги заявок была внушительной: объем заявок на покупку локальных акций (без учета физических лиц) превысил предложение почти в пять раз, на покупку депозитарных расписок — примерно в десять раз. Цена акций ВТБ в ходе IPO была установлена в размере 13,6 копейки (\$0,00528) за штуку, или \$10,56 за депозитарную расписку. Отметим, что впоследствии акции ВТБ оказались «заложниками» того, что большая их часть в ходе IPO была приобретена иностранными инвесторами, поскольку именно они в августе-сентябре прошлого года стали активно продавать бумаги банка на фоне разрастания ипотечного кризиса в США.

ПИК ИНТЕРЕСА По итогам прошлого года Россия вышла в лидеры среди европейских стран по объемам публичных размещений акций. По данным консалтинговой компании The PBN Company, отечественные компании и банки в 2007 году провели публичные размещения на сумму \$29,4 млрд (цифра почти на четверть больше, чем у offerings.ru), что составило 86% от общего привлеченного капитала по всем IPO компаний из стран СНГ. При этом объем

российских IPO превысил объем средств, привлеченных компаниями из Великобритании (\$22 млрд, или £11,3 млрд), Германии (\$11 млрд) и значительно отстающих от них Италии (\$5,8 млрд) и Франции (\$4,9 млрд).

По словам главного управляющего The PBN Company Питера Некарсулмера, в 2007 году российские компании продемонстрировали, что они стали настоящими глобальными игроками на рынках акционерного капитала. «Российские компании показали, что они достаточно развиты, чтобы выдерживать потрясения на мировых рынках, и поэтому являются сравнительно надежной гаванью для международных инвесторов, ищущих новые возможности для вложения средств. Всего пару лет назад мало кто мог предположить, что такое будет возможно», — заявил Питер Некарсулмер.

Качественным изменением рынка IPO в 2007 году может считаться резкое снижение доли привлекаемых средств, в дальнейшем не работающих на компании, что позволило PBN Company заявить о том, что первичные размещения акций больше не являются синонимом обналичивания денег для основных акционеров. В частности, 81% всех привлеченных в прошлом году в ходе IPO денежных средств были реинвестированы в компании, тогда как в 2006-м — лишь 35%, а в 2005-м — 46%.

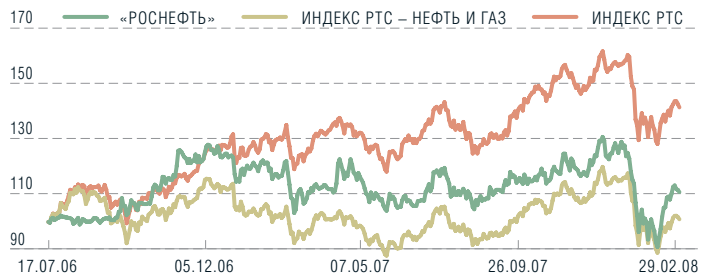
Изменилась также и отраслевая структура состоявшихся IPO, где лидерство по объемам привлекаемых ресурсов перехватили компании финансового сектора — на их долю пришлось 52% всех привлеченных в ходе IPO средств. Компании же сырьевого и горнодобывающего секторов привлекли лишь 15% от всех поступлений, в отличие от 56% в 2005–2006 годах.

Что касается перспектив рынка IPO, то в 2008 году, как ожидают аналитики PBN Company, должны будут активизироваться компании из таких быстрорастущих и политически значимых в России секторов, как инфраструктурный, инжиниринговый и сельскохозяйственный. Однако достичь показателей прошлого года, учитывая текущую нестабильность мировых фондовых рынков, по мнению экспертов, российскому рынку IPO в ближайшее время вряд ли удастся. И хотя на данный момент уже более 80 отечественных компаний заявили о готовности провести в текущем году публичные размещения, многие из них будут вынуждены скорректировать свои планы и, скорее всего, объявят о переносе сроков IPO на более благоприятный период.

По словам главного экономиста Дойче Банка Ярослава Лисоволика, в этом году объем первичных размещений акций будет меньше, чем в прошедшем, как по количеству IPO, так и по объему, который, по его оценкам, составит порядка \$20–25 млрд. Кроме того, он отмечает, что если в прошлом году большой объем размещений был достигнут благодаря ВТБ и Сбербанку, то в этом году остается только надеяться на возможное размещение UC Rusal. В свою очередь, начальник аналитического департамента Банка Москвы Кирилл Тре-



ДИНАМИКА АДР «ЕВРАЗХОЛДИНГ» В СРАВНЕНИИ С ОТРАСЛЕВЫМ ИНДЕКСОМ РТС (% К ЗНАЧЕНИЮ НА НАЧАЛЬНУЮ ДАТУ) ИСТОЧНИК: BLOOMBERG, РТС.



ДИНАМИКА АКЦИЙ «РОСНЕФТИ» В СРАВНЕНИИ С ОТРАСЛЕВЫМ И СВОДНЫМ ИНДЕКСАМИ РТС (% К ЗНАЧЕНИЮ НА НАЧАЛЬНУЮ ДАТУ) ИСТОЧНИК: РТС.

ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА