

---

## ИРО МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ КАК СПОСОБ РАСШИРЕНИЯ БИЗНЕСА

О.А. Белоусов

Кафедра «Финансы и кредит»  
Экономический факультет  
Российский университет дружбы народов  
*ул. Миклухо-Маклая, 6, Москва, Россия, 117198*

Первичное публичное размещение акций (Initial Public Offering — IPO) компании является одним из наиболее важных механизмов работы компаний на рынках капитала. Это одновременно и канал для получения молодыми компаниями нового капитала, а также способ для первоначальных инвесторов выйти из участия в капитале и реализовать прибыли на свои инвестиции. В связи с этим представляет интерес исследование основных этапов IPO, требований к компаниям, особенность процедуры проведения IPO, а также преимуществ, получаемые компаниям в результате проведения этой операции. Это связано прежде всего с тем, что проведение IPO российскими металлургическими компаниями позволяет создавать условия для привлечения долгосрочных инвестиций в акционерный капитал и является методом достижения и удержания таких стратегических конкурентных преимуществ, как завоевание большей доли рынка, а также достижением ключевых преимуществ по сравнению с компаниями не размещавших своих акций на рынке.

**Ключевые слова:** первичное публичное размещение; корпоративный менеджмент; дополнительная эмиссия; инвестиции; металлургическая отрасль.

**Первичное размещение акций (IPO).** Начиная с 2004 г. крупнейшие российские металлургические компании стали выходить на международный рынок ценных бумаг. Это было связано с тем, что они достигли в своем развитии уровня мировых стандартов, с одной стороны, а с другой стороны, перед ними открылись перспективы привлечения дополнительного капитала, который не мог предоставить им российский фондовый рынок.

Размещение акций на международной фондовой бирже является инструментом финансирования развития только финансово устойчивой компании, при этом не каждая компания может быть допущена к проведению размещения. IPO обеспечивает компанию дешевыми источниками капитала за счет повышения уровня ее публичности. Опыт многих металлургических предприятий, прошедших IPO, показывает, что стоимость привлечения финансирования для компании после его завершения существенно снижается. Став публичной компанией, предприятие не только оптимизирует структуру капитала и получает намного более легкий доступ к рынкам капитала, но и открывает новые возможности для развития своего бизнеса и консолидации рынка.

Вместе с тем для российских металлургических компаний выход на IPO является проблематичным, что связано не только со сложностью прохождения процедуры подготовки и выпуска акций для публичного размещения, но и непрозрачностью их акционерной структуры (информация об аффилированных лицах, финансовая отчетность, кредитная история и т.д.). Во многом причины такой ситуации связаны с отсутствием в российском законодательстве единых стандартов корпоративного управления, наличие которых является необходимым условием для выхода на международный рынок.

**Практика проведения IPO в металлургической отрасли.** Сдерживание развития этого направления привлечения инвестиций обусловлено отсутствием в российском законодательстве единых стандартных требований об открытии информации об акционерных обществах (у банков одни требования, у ФСФР другие). Кроме того, на российском фондовом рынке процедура IPO начинает только развиваться. В связи с этим большой практический интерес представляет исследование опыта размещения ценных бумаг на международных рынках по процедуре IPO таких российских компаний, как ТМК, ММК, «Северсталь», ЧЗЦ, «НорНикель» и др.

По итогам 2006 г. из крупнейших проведенных на международном рынке IPO 2-е место в рейтинге занимает «Трубная металлургическая компания» (ТМК) с показателем привлечения 1070 млн долл. В ходе проведенного IPO ТМК разместила 180 млн акций по цене 5,40 долл. за 1 акцию или 21,60 долл. за GDR. Установленная цена размещения находилась на верхней границе ценового диапазона (4,6—5,4 долл. за акцию и 18,4—21,6 долл. за GDR), при этом общий объем заявок по цене размещения превысил предложение более чем в 19 раз. ОАО «Трубная металлургическая компания» сообщило, что по предварительным данным выручка компании в 2006 г. увеличилась в 1,7 раза — до 3,3 млрд долл., в то время как рыночная капитализация компании после проведения IPO увеличилась в 1,5 раза, и по состоянию на 1 февраля 2007г. этот показатель составил более 8 млрд долл.

Высокие финансовые показатели ТМК имеют под собой основу. Во-первых, основное влияние на стоимость компании и развитие эффективных механизмов корпоративного управления оказало успешно проведенное ею в октябре 2006 г. IPO. Благоприятная ценовая конъюнктура на рынке металлопродукции и высокий спрос со стороны основных потребителей в тот период — предприятий нефтегазового сектора (заводы ТМК производят более 60% труб для нефтегазового комплекса) — дала высокие годовые результаты. Кроме того, компания занимается реализацией комплексной программы по оптимизации издержек, а также модернизацией производства и освоением новых видов продукции (с этой целью она активно сотрудничает как с российскими, так и с западными трубными компаниями), что может создать дополнительную выгоду. Перечисленные действия ТМК соответствуют стратегии ее дальнейшего роста, заключающейся в создании максимальной добавленной стоимости, и в совокупности с активной позицией развития создают потенциал роста курсовой стоимости ее бумаг в дальнейшем [2].

Немногом меньше инвестиций в результате IPO смогла привлечь другая компания металлургической отрасли России — «Северсталь» (1063 млн долл., 3-е место). Вместе с тем, как отмечают эксперты, первичное размещение «Северстали» можно назвать провальным IPO 2006 г. По словам аналитиков Quote.ru, компания была вынуждена сократить объем продаваемых ценных бумаг и довольствоваться относительно невысокой ценой размещения. Отчасти виной тому послужили проходившие практически одновременно с IPO «Северстали» размещения других российских компаний: ОГК-5, ТМК и ЧЗЦ. Кроме того, в памяти у инвесторов все еще были свежи воспоминания о проигрыше компании в борьбе за активы Arcelor.

К тому же на неудачном IPO «Северстали» сказался тот факт, что бумаги компании не казались инвесторам какими-то принципиально новыми и уникальными. Если IPO ТМК было первым IPO российского трубного сектора, а IPO ЧЦЗ впервые давало инвесторам войти в цинковый бизнес, то IPO «Северстали» было далеко не первым IPO сектора черной металлургии. На рынке уже достаточно давно обращаются акции таких российских компаний, как «Евраз Групп», НЛМК, «Мечел». В итоге в рамках проведенного IPO «Северсталь» разместила 85 млн акций по цене 12,5 долл. за акцию и GDR. Таким образом, общее количество размещенных акций составило около 9,1% акционерного капитала компании [3].

Что касается ОАО ММК, то в конце апреля 2007 г. завершился прием заявок на приобретение акций. Как и ожидалось, IPO прошло ближе к нижнему диапазону цены размещения — как сообщается в официальном сообщении ММК, цена размещения акций компании при IPO равнялась 0,961538 долл. за одну акцию, что примерно на 7% ниже цены закрытия акций ММК на российских биржах. В ходе IPO ММК разместил 1,4 млрд собственных акций (13,64% от размера уставного капитала). Этот пакет предложит аффилированная с менеджментом компания Mintha Holding Limited. Одновременно с IPO ММК проводит дополнительную эмиссию в таком же размере, которая будет размещена в пользу основных акционеров компании по цене размещения. Таким образом, денежные средства, которые будут привлечены в ходе IPO, пойдут непосредственно комбинату, а не действующим акционерам. Такая же схема выбрана исключительно для упрощения начала торгов размещенными в ходе IPO бумагами (именно по такой схеме проводила в конце 2006 г. IPO Северсталь). Объем размещения ММК составил 1,04 млрд акций, что составило порядка 9% от увеличенного уставного капитала, а капитализация ММК, исходя из цены размещения, составила 11,22 млрд долл. Следовательно, в результате IPO, ММК удалось привлечь более 1 млрд долл. [4].

**Особенности развития IPO для металлургических предприятий.** В металлургической отрасли на рынке IPO преобладают средние компании, капитализация которых на момент размещения оценивается в 300—500 млн долл. США и которые имеют опыт эмиссии облигаций. Это обусловлено тем, что инвесторы заинтересованы в таких компаниях ввиду достаточно высокого потенциала их роста.

Российские компании в большинстве случаев осуществляют IPO на биржах РТС и ММВБ, но ряд предприятий работает и на западных фондовых рынках. Это объясняется тем, что на российских фондовых биржах используется ограниченное число финансовых инструментов, что снижает активность торгов с акциями. Практически ни одна металлургическая компания не сделала выбор в пользу западных бирж для своего первого размещения. Во многом это связано с тем, что услуги по IPO обходятся за рубежом намного дороже, чем в России, но главная причина заключается в более высоких издержках на IPO (как денежных, так и связанных с раскрытием информации).

Многие российские металлургические предприятия выходят на IPO по требованию иностранных акционеров, которые стремятся таким образом увеличить

прибыль и диверсифицировать риски, связанные с продажей акций. Для успешного IPO компания должна удовлетворять определенным требованиям [5], среди которых раскрытие информации об акционерах, прозрачная структура, высокие темпы роста и успешная кредитная история. В качестве базового требования можно выделить наличие у компании консолидированных активов и понятной стратегии развития. Кроме того, в компании должны быть разработаны и успешно внедрены стандарты корпоративного управления и эффективная система операционного управления, которые позволяют говорить о компании как о прозрачной корпоративной структуре. При этом, компания должна демонстрировать устойчивый рост финансовых показателей, положительное значение EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) и наличие отчетности по стандартам МСФО/GAAP. Также важной составляющей успешного IPO является рост среднеотраслевых показателей развития.

Однако в России долгое время более предпочтительным считался подход, когда компании проводили дополнительную эмиссию и размещали ее по закрытой подписке среди прежних держателей акций. Главной задачей считалось обеспечение сохранения контроля над компанией и неизменности основной деятельности фирмы. Со временем ситуация постепенно становилась иной: компании набирались опыта и начинали более четко ориентироваться на рыночную экспансию. Постепенно пришло понимание того, что IPO — это начало качественно нового этапа в развитии бизнеса компании. Например, выход на зарубежные фондовые площадки, в частности, посредством размещения акций на Лондонской фондовой бирже — это прямой путь к привлечению международных инвестиций и повышению репутации и доверия к компании. При этом благодаря недавно подписанному соглашению ММВБ с одним из участников Лондонской фондовой биржи — Zimmerman Adams International Group (ZAI) — об объединении усилий для развития корпоративного финансирования российских компаний были достигнуты принципиальные договоренности для совместного обеспечения полного цикла подготовки компаний к IPO и двойное размещение на площадке альтернативных инвестиций Лондонской фондовой биржи и ММВБ.

В связи с этим, IPO стало для российских компаний логичным шагом по дальнейшему привлечению инвестиций, которые необходимы для того, чтобы стать конкурентоспособной компанией на мировом рынке. Более того, финансовое конструирование, приводящее к изменению структуры и стоимости капитала компании, достижение достаточного размера собственного капитала значительно облегчает впоследствии доступ к кредитным ресурсам, снижает средневзвешенную стоимость капитала. Публичное размещение акций компании делает доступным для нее и ряд других вариантов финансирования собственного бизнеса: эмиссию конвертируемых облигаций, облегчение размещения обыкновенных облигаций компании, финансирование под залог акций и т.д. Также IPO может выступать в качестве способа частичного выхода владельцев из бизнеса. Кроме того, акции публичной компании могут являться валютой при слияниях и поглощениях (так как имеют реальную рыночную стоимость), облегчают создание мотивационных схем для менеджмента и сотрудников компании (через опционные программы) и т.д.

**Проблемы развития IPO.** Для того, чтобы IPO стало доступно широкому кругу российских компаний, необходимо решить ряд проблем. Так, актуальным вопросом российского бизнеса сегодня становится упорядочение юридической структуры компании. Средний бизнес обычно состоит из нескольких организаций, которые юридически между собой не связаны. Это делается с целью защиты активов или налоговой оптимизации. Для привлечения инвестиций, напротив, необходимо обосновать взаимозависимость таких организаций, составить консолидированную отчетность и убедить инвестора в их платежеспособности, прибыльности и устойчивости.

Основным принципом юридической реорганизации является создание инвестиционного ядра — одной или нескольких компаний, по которым можно будет формировать отчетность и раскрывать информацию. Обычно в роли такого ядра выступает специально создаваемая управляющая компания, в собственности которой находятся пакеты акций (или доли в уставном капитале) компаний — собственников активов и компании — бизнес-единицы (производственные или торговые). Путем консолидации отчетности этих компаний получается сводный баланс, структура которого является удовлетворительной с точки зрения показателей доходности, ликвидности, соотношения активов и пассивов. В качестве компании, привлекающей внешние инвестиции, будет выступать управляющая финансовая компания, являющаяся владельцем сводного баланса.

Еще одно необходимое условие — обеспечение необходимых показателей управленческой отчетности и данных официального бухгалтерского учета. Предпочтительным является построение управленческого учета на основе данных бухгалтерского учета (например, консолидация данных по нескольким организациям с устранением внутреннего оборота) плюс использование нефинансовых показателей оперативного учета. В противном случае компании-эмитенту, как правило, сложно объяснить разницу финансовых результатов компании в бухгалтерской отчетности и в управленческом учете потенциальным инвесторам.

**Особенности современного периода развития рынка IPO металлургических компаний.** Как свидетельствуют приведенные в таблице данные, активность IPO в металлургической отрасли за последние годы существенно снизилась: одно размещение против четырех в 2006 г., и ни одного в 2008 г. Снижение связано с изменением законодательства, регулирующего IPO на российском фондовом рынке, а также с мировым финансовым кризисом в 2008 г.

Таблица

**IPO металлургических компаний в 2006–2007 гг.**

Эмитент	Дата размещения	Объем IPO, млн долл.	Цена размещения, долл.	Процент IPO	Площадка
ТМК	31.10.2006	1 070,0	5,40 (АО) 21,60 (GDR)	23,0	PTC/LSE
«Северсталь»	08.11.2006	1 063,0	12,5	9,1	LSE
«Магнит»	28.04.2006	368,0	27	19,0	PTC
«Челябинский ЦК»	07.11.2006	281,0	167,5 (АО) 16,75 (GDR)	18,0	PTC, LSE
ММК	24.04.2007	999,90	0,961538 (АО) 12,50 (GDR)	9,0	LSE, MMBB, PTC

Источник: www.rbc.ru

В 2008 г. из-за обострившегося финансового кризиса объем сделок слияний и поглощений (M&A) в мире оказался на 31% ниже, чем в прошлом. А из-за проблем с ликвидностью, нестабильности финансовых рынков и неуверенности инвесторов объем проведенных первичных размещений акций снизился на 71,6%. Но не все показатели рынков капитала упали — во всем мире рекордно вырос объем отмененных IPO, таким образом, в 2008 г. было отложено или отменено 242 размещения против 169 в 2007 г., а в III квартале 2008 г. первичные размещения в России не проводились и вовсе.

Другим не менее важным фактором, оказавшим влияние на снижение активности на рынке IPO, явились законодательные ограничения. Так, компания, решившая провести IPO за рубежом, должна изначально предложить к размещению в России как минимум 30% первого выпуска, что в нынешних условиях для многих компаний нецелесообразно. Помимо этого, разместить акции за пределами РФ по-прежнему можно только с разрешения ФСФР России (ст. 16 Закона № 39-ФЗ). Заявление для получения такого разрешения должны подписывать как российский эмитент, так и банк-депозитарий, выпускающий соответствующие депозитарные расписки. Одним из условий выдачи разрешения ФСФР является включение акций в котировальный список российской биржи, что, несомненно, является препятствием для ряда компаний, которые не готовы проводить IPO на российском фондовом рынке. Это вызвано следующими причинами:

- необходимостью раскрытия информации;
- вероятностью поглощения рейдерами;
- рисками инвесторов в приобретении акции российских компаний;
- значительными временными и денежными затратами на проведение IPO;
- снижением капитализации при недостижении поставленных целей;
- возможностью блокирования стратегических решений миноритарными акционерами;
- возможным снижением курса акций при неудачном размещении в России и т.д.

Итак, законодательные новшества и инициативы со стороны ФСФР России свидетельствуют о том, что достаточно последовательно реализуется политика стимулирования российского фондового рынка, а ФСФР весьма решительно настроена на то, чтобы воспрепятствовать уходу российских акций на зарубежные фондовые рынки.

В целом внесенные в российское законодательство изменения позволяют существенно упростить механизм размещения ценных бумаг на российском рынке, повысить его прозрачность, сократить сроки выхода компаний на IPO и снять целый ряд юридических рисков. Поэтому, несмотря на то, что в настоящее время многие компании приостановили подготовку по размещению акций, что связано как с внутренними проблемами, так и с финансовыми катаклизмами на Западе [6], опыт компаний, уже проводивших IPO, позволит эмитентам и инвесторам оценить уровень эффективности и востребованности законодательных новаций уже в ближайшее время. Это связано прежде всего с тем, что проведение IPO российскими металлургическими компаниями позволяет создавать условия для привлечения долгосрочных инвестиций в акционерный капитал и является методом до-

стижения и удержания таких стратегических конкурентных преимуществ, как завоевание большей доли рынка, а также таких ключевых преимуществ, проявляющихся через появление денежных средств для проведения слияний и поглощений; возможности «выхода» для ключевых собственников компании; улучшения имиджа и узнаваемости; повышение прозрачности; улучшение корпоративного управления.

#### ЛИТЕРАТУРА

- [1] Управление корпоративными финансами. № 4. 2004 — электронный ресурс <http://www.grebennikov.ru/anounce.phtml?journal=13&year=9&volume=4>
- [2] ТМК: IPO стало стимулом роста капитализации — электронный ресурс <http://www.quote.ru/stocks/ipo/index.shtml?2007/02/13/31363283&emit=151824>
- [3] Крупнейшие IPO в 2006 году — электронный ресурс <http://rating.rbc.ru/article.shtml?2007/01/15/31322382>
- [4] «ММК» объявил цену размещения — электронный ресурс <http://www.finam.ru/news/headline0000F000B4/default.asp>
- [5] IPO: цель или средство — электронный ресурс <http://com.sibpress.ru/27.04.2007/finance/84999/>
- [6] Рейтинг организаторов и андеррайтеров IPO по итогам 2008 года — электронный ресурс <http://rating.rbc.ru/article.shtml?2008/08/20/32075795>
- [7] Алишер Усматов проведет IPO новой объединенной металлургической компании — электронный ресурс [http://www.rosconcert.com/common/arc/story.php?id\\_cr=54&id=330237](http://www.rosconcert.com/common/arc/story.php?id_cr=54&id=330237)
- [8] Электронный ресурс [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)
- [9] Кризис повлиял на IPO и на активность сделок M&A — электронный ресурс [http://thedeal.ru/library/publication/pages\\_77.html](http://thedeal.ru/library/publication/pages_77.html)
- [10] Владеешь — управляй — электронный ресурс <http://www.zhuk.net/articles.asp?ID=8833&WS=ipo>

## BUSINESS EXPANSION OF METALLURGICAL COMPANIES BY IPO

O.A. Belousov

Peoples Friendship University of Russia  
*Miklukho-Maklaya str., 6, Russia, Moscow, 117198*

Initial Public Offering is one of the most important mechanisms in the market of capital. This is a channel for receiving new capital by companies as well as a method for initial investors to get off the participation in capital and to realize profits on their investments. The paper describes the main stages, qualifying standards, peculiar properties of procedure execution and advantages of IPO. This is concerned with the fact that IPO performed by metallurgical companies allows to make special conditions to bring in long-term investments into share capital and to be a method of achievement and keeping of such strategically competitive advantages as winning bigger market shares, as well as achievement of key advantages comparing with companies which did not offer their shares in the market

**Key words:** Initial Public Offering; Corporative management; Additional emission; Investment; Metallurgical industry.