

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ ВЕНЧУРНЫХ КОМПАНИЙ В РОССИИ КАК СПОСОБ ВЫХОДА ИЗ ВЕНЧУРНОГО ФОНДА

VENTURE COMPANY INITIAL PUBLIC OFFERING IN RUSSIA AS A WAY OF EXIT FROM VENTURE FUND

Л. С. Чугаева,
аспирант

Венчурные компании, находящиеся под патронажем венчурного фонда, неизбежно сталкиваются с проблемой выхода из состава фонда для самостоятельного развития. Выход из фонда венчурная компания должна осуществить с максимальной выгодой для себя и для фонда. Одним из стратегических вариантов такого поведения является первичное размещение акций венчурных компаний на биржах (IPO). Возможен альтернативный вариант выхода: сделка слияния и поглощения (M&A). Показаны основные тенденции развития рынка венчурного IPO в России, проведен сравнительный анализ этих рынков в США и России.

Venture companies patronized by venture funds unavoidably face up with the problem of exit out of the fund in order to start independent development. The exit should be made with maximum benefit both for the company and the fund. One of this behavior strategic ways is initial public offering of the venture company (IPO market). An alternative of such exit is a transaction of merging and absorption (M&A market). Main tendencies of the venture IPO market in Russia are discussed along with comparison of this market with that in the USA.

Companies hasardeuses qui sont sous le patronage d'un fonds hasardeux inévitablement se heurtent au problème de la sortie du fonds afin de se développer indépendamment. La sortie doit être faite avec l'intérêt maximal pour la compagnie même et pour le fonds. Une des versions stratégiques de tel comportement est le placement initial des actions de la compagnie hasardeuse aux bourses. Il y a une autre alternative de la sortie : transaction de la fusion et absorption. On montre les tendances principales du développement du marché d'IPO hasardeuse en Russie et donne l'analyse comparatif de ces marchés en USA et en Russie.

Riskante Kompanien die unter die Betreuung riskanter Stiftungen funktionieren, unvermeidlich mit dem Problem des Austritts aus der Stiftung, um selbständige Entwicklung anfangen zu können. Der Austritt soll mit maximal Nutzen für die Kompanie und für die Stiftung ausgeführt werden. Ein der Varianten solches Verhalten ist Erstverteilung der Aktien riskanter Kompanie auf Börsen. Es gibt eine Alternative dieses Austritts: Fusion- und Absorptionsvertrag. Man zeigt Hauptentwicklungstendenzen des riskanten Markts in Russland und gibt Vergleichsanalyse dieser Markten in USA und in Russland.

Ключевые слова: первичное размещение акций, сделка слияния и поглощения, рынок венчурного капитала, Россия, США.

Key words: initial public offering, transaction of merging and absorption, venture market, Russia, USA.

Mots clefs: placement initial des actions, transaction de la fusion et absorption, marché hasardeus, Roussie, USA.

Schlüsselwörter: Erstverteilung der Aktien, Fusion- und Absorptionsvertrag, riskant Markt, Russland, USA.

В течение последних лет тема модернизации России и её перехода к инновационному пути развития все чаще затрагивается в правительстве. На фоне государственных инициатив построения общероссийских инновационных и научно-исследовательских центров, в частности Сколково, и особых экономических зон важно понимать специфику самого инновационного или венчурного бизнеса и возможности его развития и становления.

Основная идея венчурного бизнеса, возникшая в Соединенных Штатах Америки в середине прошлого века, принципиально не изменилась и по сей день. Инвестиционные компании вкладывают свои средства в многообещающие виды бизнеса, ожидая при своём выходе из фонда получить достойную отдачу от первоначально инвестированного капитала. Способы выхода из состава фонда могут быть различными: выкуп менеджментом (MBO), сделки слияния и поглощения (M&A), прямое размещение (DPO), реверсное слияние (reversemerger), первичное размещение акций на фондовых биржах (IPO). В статье рассматривается

последний вариант – его особенности, преимущества и недостатки по сравнению с другими вариантами выхода и с учетом российской специфики.

1. IPO и M&A как альтернативы выхода венчурной компании из состава фонда

Практически каждая венчурная компания на стадии «экспансии» задумывается над тем, каким образом ей следует выйти из состава фонда и привлечь дополнительное финансирование. Принимаемое решение сугубо индивидуально и зависит, в первую очередь, от специфики самого бизнеса и от целей, которые ставит перед собой топ-менеджмент предприятия.

Неизбежно возникает вопрос, почему венчурные компании в принципе прибегают к публичному размещению своих акций? IPO для венчурных компаний в первую очередь сопряжено с риском зачастую превосходящим риск, присущий сделкам M&A. Венчурные компании, становясь публичными, не только получают доступ к дополнительным источникам финансирования, но и имеют возмож-

ность заявить о себе. IPO становится своеобразной рекламной компанией, которая позволяет венчурным предприятиям наладить диалог с потенциальными инвесторами и утвердить свою репутацию на рынке.

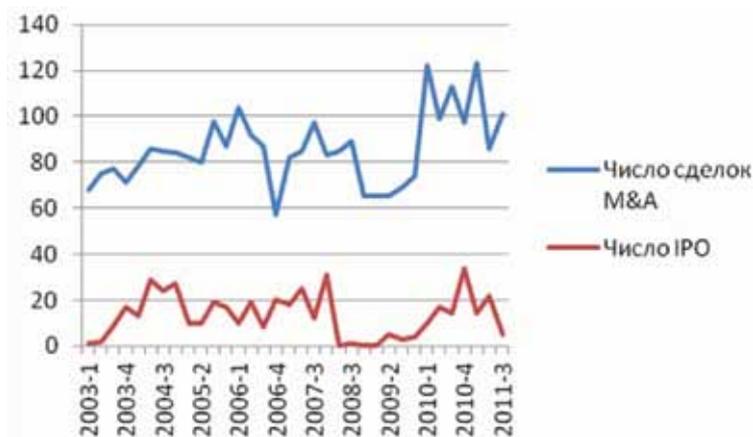
С другой стороны, для закрытых компаний, которые не видят себя на публичном рынке, сделки слияния и поглощения (M&A) лучшая возможность для дальнейшего развития бизнеса.

Таким образом, выбор венчурной компании способа выхода из состава фонда зависит не столько от объемов возможного привлечения, сколько от стратегических целей развития, которые ставит перед собой топ-менеджмент. Далее мы рассмотрим статистику выходов из состава фондов на протяжении последних лет в США и России.

2. Рынок IPO в США

В США размещение акций и сделки слияния и поглощения представляют наиболее популярные способы выхода венчурных компаний из состава венчурного фонда. На приведенной ниже диаграмме представлено число сделок слияния и поглощения (M&A) в сравнении с числом размещений акций на биржах (IPO). Как можно видеть, число сделок M&A в разы превосходит число IPO. В период острого кризиса 2008-го года разрыв между двумя способами привлечения дополнительного капитала стал еще глубже. Марк Хеесен (MarkHeesen) председатель Национальной ассоциации венчурного капитала (NVCA) США так описывает сложившуюся на тот момент ситуацию: «Кризис на финансовых рынках еще более обострил и без того тяжелое положение венчурных компаний, которые вынуждены отложить или отказаться от IPO в ближайшее время»¹.

Если в среднем число сделок M&A значительно превосходит число IPO, то средний объем сделок по альтернативным способам выхода разнится от года к году. Как представлено на диаграмме (рис. 2) в начале 2000-х годов наблюдалась тенденция, когда средний объем привлеченных средств на фондовых биржах превышал средний объем сделок слияния и



Источник: Построено автором на основе данных сайта NVCA www.nvca.org

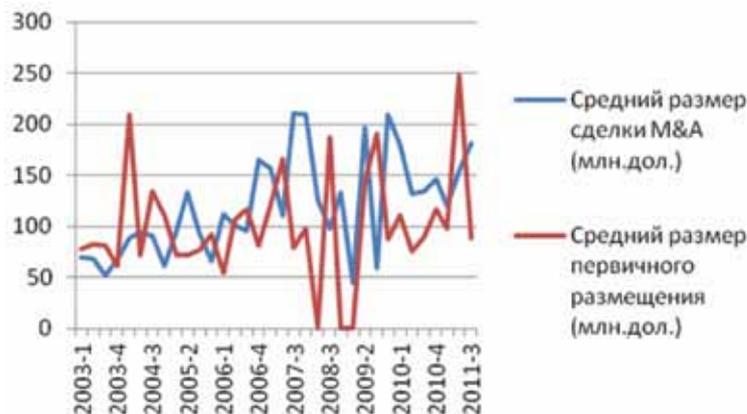
Рис. 1. Количество сделок IPO и M&A

поглощения. Таким образом, количество сделок IPO было меньше, но по своему объему они значительно превосходили M&A. В период кризиса ситуация сильно меняется, средний объем сделок слияния и поглощения и средний объем привлечения средств путем публичного размещения сильно сокращаются. В этот период венчурные компании вынуждены либо полностью отложить IPO, либо отказаться от него в пользу M&A. В течение 2011 года ситуация начинает постепенно улучшаться: объемы сделок M&A и IPO увеличиваются. Так за 3 первых квартала 2011 года средний размер сделки слияния и поглощения составил 152 млн. долл., в то время как средний объем публичного размещения был равен 144 млн. долл.

3. Рынок IPO в России

Российские компании также стремятся разместиться на фондовых площадках. Ниже приведена диаграмма (рис. 3), демонстрирующая объемы российских размещений на мировых площадках, в том числе и в России, и только на российских площадках. Как можно видеть, российские компании в большей степени предпочитают выпускать свои акции за рубежом. Наиболее популярными являются Лондонская биржа, и Стокгольмская биржа. Объемы размещения на российских биржах, в свою очередь, значительно меньше. В 2008–2009 гг. из-за финансового кризиса большинство российских предприятий решили отложить свой выход на фондовые биржи. На сегодняшний момент намечается тенденция роста объемов

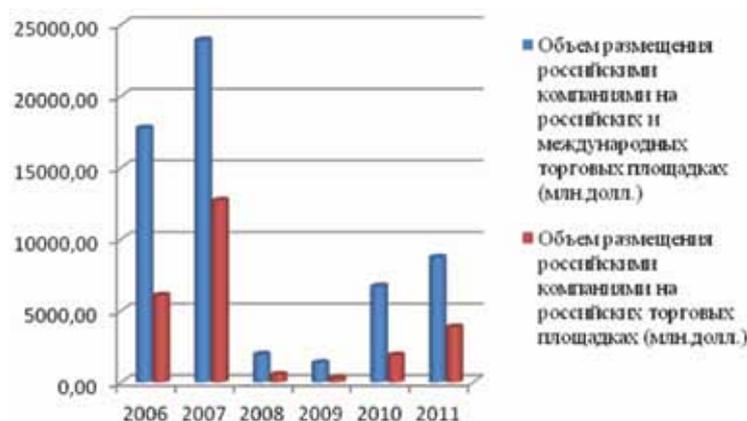
¹ National Venture Capital Association news review Venture-backed IPO drought continues in third quarter of 2008// National Venture Capital Association, -1 October 2008 URL:www.nvca.org



Источник: Построено автором на основе данных сайта NVCA www.nvca.org

Рис. 2. Динамика среднего размера сделки M&A и IPO

размещений, как в России, так и в мире. Однако стоит отметить, что докризисное соотношение размещений в России и за рубежом сохранилось и сейчас преимущество остается за последним.



Источник: Построено автором на основе данных сайта IPO и публичные размещения в России www.offerings.ru

Рис. 3. Объем размещения российских компаний на международных и российских площадках

Если говорить исключительно о венчурных первичных размещениях, произошедших в последнее время на российских торговых площадках, то они были весьма не многочисленны. Классифицировать IPO как «венчурные» или нет, весьма сложно, так ни одна из разместившихся компаний напрямую не получала фи-

нансирование через венчурный фонд и не входила в состав последнего. Тем не менее, на российских фондовых биржах имели место размещения инновационных малых предприятий, которые через IPO привлекали дополнительные средства на развития. Так, в частности, стоит упомянуть разработчика ИТ-систем и провайдера широкого спектра ИТ-услуг ОАО «Армада», «Институт стволовых клеток», предприятие «Диод» и другие.

Таким образом, можно обозначить два основных тренда, присущих российскому фондовому рынку. В первую очередь, большинство крупных российских компаний предпочитают привлекать капитал на зарубежных площадках. Во многом это связано с неразвитостью российского фондового рынка. По сравнению с другими развивающимися рынками, в частности с фондовыми рынками стран БРИК, российский рынок смотрится весьма скромно. Так, капитализация крупнейшей Бразильской фондовой биржи (BM&FBOVESPA) в 2010-м году составила 1,5 трлн. долл., Индийской фондовой биржи (NationalStockExchangeIndia) – 1,5 трлн. долл., Гонконгской биржи (HongKongExchanges) – 2,7 трлн. долл. и ММВБ – 939 млрд. долл. (по данным годовых статистических отчетов, подготовленных агентством WorldFederationofExchanges). Эксперты также отмечают качественный разрыв между российским фондовым рынком и зарубежным: «Российские биржи не предлагают ту инфраструктуру, к которой привыкли зарубежные инвесторы, и зарубежные инвесторы видят больше гарантий, когда они покупают акции российских компаний через Лондонскую биржу или Нью-йоркскую биржу»¹, – отмечает стратег UBSSecurities Дмитрий Виноградов. Многие аналитики считают, что объединение РТС и ММВБ как раз позволит сделать российский фондовый рынок конкурентоспособным.

¹ Российские компании предпочитают размещать акции за рубежом // Он-лайн издание Businessfmot 3.10.2011 URL: <http://businessfm.bfm.ru>

Второй отличительный тренд заключается в весьма ограниченном количестве первичных размещений именно венчурных или инновационных компаний. Для полноценного развития венчурного рынка важно, чтобы компании имели возможность выбора средств привлечения капитала, будь то размещение акций на бирже или сделка слияния и поглощения. Сейчас фактически сложилась ситуация, когда венчурные компании принципиально избегают IPO в России, предпочитая привлекать средства путем сделок слияния и поглощения или через альтернативные пути. Крупнейшие инновационные компании, все же принявшие для себя решение стать публичными, предпочитают размещаться на зарубежных площадках, как например, это сделали «Яндекс» и «МаилРу».

Говоря о полноценном развитии венчурного капитала в России важно понимать, что венчурный капитал это отдельный финансовый рынок, которому присуще своя специфика. Для предпринимателей важна свобода выбора альтернатив выхода из состава фонда, будь то IPO или сделка M&A. Важно чтобы оба этих альтернативных способа были равнодоступны и тем самым венчурные предприниматели могли бы выбрать свой инструмент привлечения финансирования. В случае, когда первичное размещение акций на домашнем рынке затруднительно возникает ситуация, когда венчурные предприниматели вынуждены продавать свой бизнес стратегическому инвестору, что не всегда отвечает интересам венчурных предпринимателей, либо, как это было в случае с «Яндекс», выходить на международные фондовые биржи, достигнув определенных результатов.

Очевидно, что без развитых фондовых рынков развитие венчурного капитала ставится под вопрос. На сегодняшний момент сложилась ситуация, когда неразвитый фондовый рынок фактически тормозит развитие рынка венчурного капитала в России. Многие эксперты полагают, что объединение фондовых бирж РТС и ММВБ позволит сделать российский фондовый рынок более конку-

рентоспособным, повысит качество обслуживания и привлечет больше игроков, как российских, так и иностранных.

Библиографический список

1. AmitSinha, William Gonzalez and JannikeAaseBeyond M&A and IPOs: Exploring Alternative Liquidation. Financing Options for Venture Capital Firms and Their Portfolio Companies // The Journal of Private Equity. – New York: 2005. – Vol. 8. – No. 3. – pp. 41–55.
2. Bharat A. Jain, OmeshKini The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms // Journal of Finance: The American Finance Association. – December 1994. – Volume 49. – Number 5. – pp. 1699–1726.
3. Jerry Coakley, Leon Hadass and Andrew Wood. Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years // Journal of Business Finance & Accounting: Blackwell Publishing Ltd – November/December 2007. – 34(9) & (10). – pp.1423–1446.
4. Российские компании предпочитают размещать акции за рубежом // Он-лайн издание Businessfm от 3.10.2011. – URL:<http://businessfm.bfm.ru>
5. Global IPO Market Review and 2011 Outlook // Renaissance capital The IPO expert. – 03 January 2011. – URL: <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/review/2010review.pdf>
6. National Venture Capital Association news review Venture-backed IPO drought continues in third quarter of 2008 // National Venture Capital Association. – 1 October 2008. – URL: www.nvca.org
7. Venture Backed Exits Q4 and Full Year 2010 // National Venture Capital Association. – 03 January 2011. – URL: http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=78&Itemid=102

Чугаева Л. С. – аспирант МГУ им. М.В. Ломоносова, консультант ООО «BearingPoint»

Tchugayeva L. S. – Postgraduate, Lomonosov Moscow State University

e-mail: chugaeva711@yandex.ru