

IPO M SPO

АНТОН
МАЛЬКОВ



СТРУКТУРИРОВАНИЕ ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФА](#)

Оглавление

Предисловие	9
Введение	11
Часть I. Первичное размещение	17
Глава 1	19
§ 1.1. Инкорпорация	20
§ 1.2. Листинг	23
§ 1.3. Инструмент	27
Глава 2	35
§ 2.1. Механизм ценообразования	35
§ 2.2. Ценовой диапазон	44
§ 2.3. Цена	61
§ 2.4. Аллокации	73
§ 2.5. Динамика котировок	78
Часть II. Вторичное размещение	99
Глава 3	101
§ 3.1. Размещение с полным маркетингом	101
§ 3.2. Прочие способы достичь целевого объема размещения	106
Глава 4	111
§ 4.1. Механизм ценообразования	111
§ 4.2. Ценовой диапазон, цена и аллокации	116
§ 4.3. Динамика котировок	124

Заключение	133
Приложения	135
Приложение 1. Границы и методология исследования	137
Приложение 2. Литература	157
Сокращения	163
Об авторах	164
Summary	167

Предисловие

Дорогой читатель!

В свете динамичного развития ситуации на рынке все острее ощущалась необходимость обновить и дополнить книгу «Размещение акций», вышедшую в 2015 г. Так появилось новое издание, третье по счету, получившее название «IPO и SPO. Структурирование, ценообразование».

Как бы парадоксально это ни звучало на фоне волатильности последних лет, новое издание оптимистичнее первых двух. Рынок рационализировался, и возникли предпосылки для исправления одного из главных его изъянов — зависимости от иностранного инвестора.

Книга стала еще прагматичнее. В частности, вы не найдете здесь попыток протестировать гипотезу об отставании динамики котировок в долгосрочной перспективе (она неоднозначна даже в свете зарубежного опыта). Уделено внимание и улучшению восприятия статистики.

Вопросы, которые рассматриваются в этой книге, относятся к категории стратегических. Как выбрать площадку для размещения? Как определить целевой объем предложения? На каком уровне установить цену? Какая динамика котировок является нормой? Эти и связанные с ними вопросы, безусловно, волнуют владельцев и руководителей компаний. Правильно выбранный консультант, конечно, поможет ответить на них, но далеко не на все. В ряде случаев он будет действовать по принципу «знаю, но молчу»: в условиях конкурентной борьбы правда может обойтись слишком дорого, из соображений личной выгоды консультант может предложить

небесспорное решение и т. д. Нередко же он просто не будет знать истинного положения дел и перескажет очередной миф, которых так много в этой сфере.

Книга, написанная на основе критического анализа огромного массива информации (в том числе закрытой), предоставляет читателю уникальную возможность получить непредвзятые ответы на самые важные вопросы, возникающие при размещении на рынке акционерного капитала.

Введение

Порядка 70% российских акций в свободном обращении (free float) находятся в руках иностранных инвесторов.

Это не только предопределяет облик рынка размещений (география маркетинга, характер документации по сделке и т. д.), но и объясняет его повышенную волатильность (рис. В-1). И если до 2013 г. основным фактором была зависимость от цен на углеводороды (рис. В-2 и В-3), то с 2014 г. добавился фактор санкций.

Стабильность цены на нефть является необходимым, но недостаточным условием нормального функционирования российского рынка капитала. Например, в 2012–2013 гг. при относительно стабильных ценах на нефть мы тем не менее наблюдали замедление темпов роста российской экономики, что сказалось и на фондовом рынке: отток капитала, отрицательная динамика индексов, падение объемов размещений.

По мере снижения санкционных рисков в 2015–2017 гг. объемы первичного рынка восстанавливались; из-за блокирующих санкций (SDN) в отношении «РУСАЛа» в 2018 г. рынок размещений замер почти на год, хотя российский индекс восстановился после падения буквально в течение месяца.

Повышенная волатильность рынка, безусловно, накладывает отпечаток на рынок размещений как в сфере структурирования, так и в сфере ценообразования: то, что было возможно в 2004–2007 гг., далеко не всегда реализуемо вне периода бума, а в средне- и долгосрочной перспективе макроэкономические факторы зачастую оказывают большее влияние на динамику котировок, чем микроэкономические (в частности, разумное или агрессивное определение цены).

Отечественный рынок уязвим перед глобальными трендами, складывающимися в области управления активами: кризис 2008–2009 гг. повысил требования инвесторов к минимальному размеру IPO со \$100 млн до \$300 млн, а в 2011–2013 гг. переток средств из региональных фондов в фонды, инвестирующие в развивающиеся рынки, привел к дальнейшему поднятию планки.

На вышеперечисленные факторы накладывались особенности российского менталитета (риски корпоративного управления):

- сделки на нерыночных условиях и/или лишённые стратегического смысла (в обоих случаях совершаемые, как правило, связанными сторонами);
- непредоставление миноритариям права выкупа в случае делистинга, а также слияний/поглощений (арсенал средств варьируется от покупки бизнеса в офшоре без обязательного предложения до консолидации пакетов акций путем «тихих» скупок на рынке с постепенным «высыханием» ликвидности и превращением эмитента в квазипубличную компанию).

Все это в совокупности объясняет, почему российские акции торгуются с дисконтом к аналогам на развивающихся рынках (рис. В-4), даже несмотря на увеличение дивидендного потока, выплачиваемого миноритарным акционерам (рис. В-5).

Соответственно, одной из основных задач развития отечественного рынка является диверсификация free float за счет внутреннего инвестора. Предпосылки для этого возникли к концу 2010-х гг. Акции многих эмитентов предлагали более высокий уровень доходности, чем их облигации, не говоря уже об облигациях федерального займа и депозитах. «Невидимая рука» рынка обеспечила четырехкратный рост числа розничных клиентов на Московской

бирже с 2015 по 2019 г., однако «импортозамещение» институционального инвестора заметно отстает. Так, на конец 2019 г. лишь 6,2% из $\text{₽}2,9$ трлн пенсионных накоплений были инвестированы в акции, хотя опыт приватизации компании «АЛРОСА» в 2016 г. показал, что участие негосударственных пенсионных фондов в таких сделках может быть весьма успешным. В свете злоупотреблений частных игроков в 2015–2016 гг. и повышенной волатильности рынка ультраконсервативный подход НПФ к фидуциарной ответственности понятен, но огорчителен, поскольку из-за него игроки упускают возможность получить одну из самых высоких дивидендных доходностей среди развивающихся рынков.

Рис. В-1. Динамика объемов размещений акций с 2004 по 2019 г.

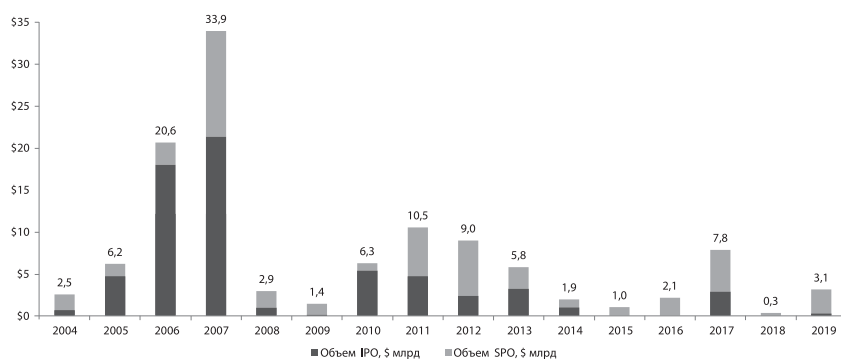


Рис. В-2. Динамика цены на нефть марки Brent с 2004 по 2019 г.



Рис. В-3. Динамика индекса РТС и притока средств в фонды, инвестирующие в Россию, с 2004 по 2019 г.

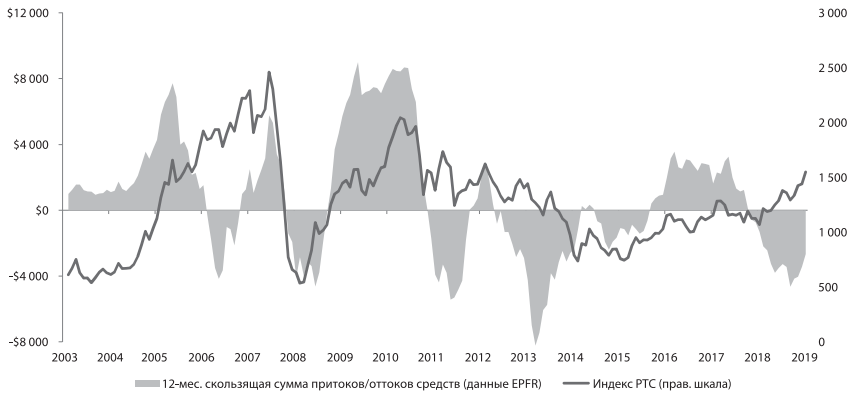


Рис. В-4. Динамика мультипликатора P/E индексов MSCI Russia и MSCI EM с 2004 по 2019 г.

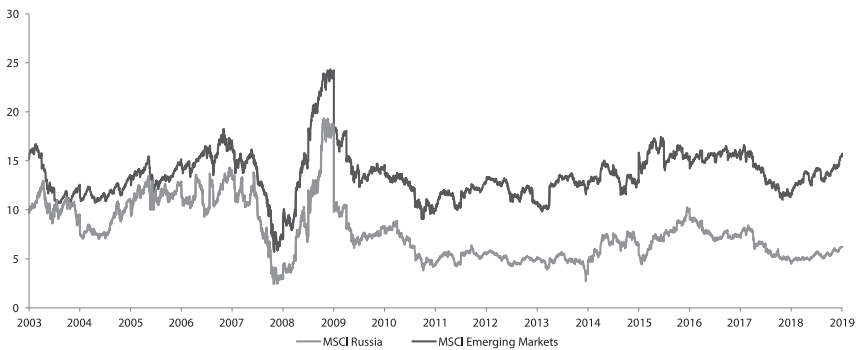
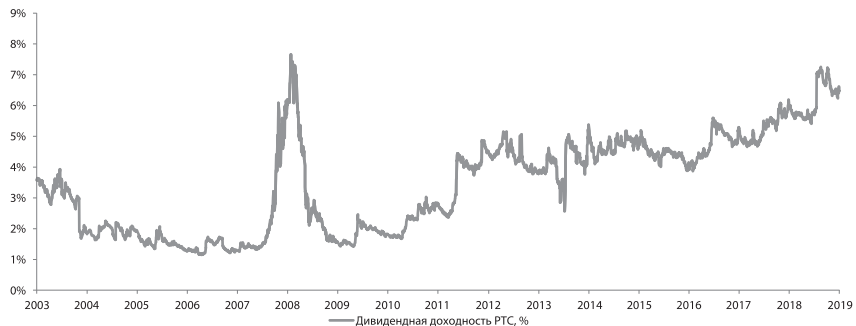


Рис. В-5. Дивидендная доходность с 2004 по 2019 г.



Традиционное деление публичных размещений на IPO и SPO не исчерпывает всего многообразия сделок, известных российскому рынку.

Акции многих российских эмитентов начали торговаться публично не в связи с первичным размещением, а вследствие приватизации и получения технического листинга на российских биржах. Сделки этих эмитентов образуют отдельную категорию размещений исторически торгуемых акций, которые тяготеют либо к IPO (квази-IPO), либо к SPO (квази-SPO). В первом случае инвестиционные банки «представляют» эмитента инвесторам в ходе премаркетинга/роуд-шоу (множество примеров — от «Газпрома» в 1996 г. до «Полюса» в 2017 г.). В последние годы такие сделки стали называть ге-IPO. Во втором случае «представление» эмитента рынку не требуется («ЛУКОЙЛ» в 2001 г., «Норильский никель» в 2003 г., Сбербанк в 2007 г.). У квази-IPO динамика котировок и объемов торгов наблюдается не только после, но и до объявления цены размещения. Более подробно см. § 2.5.



[Почитать описание, рецензии
и купить на сайте](#)

Лучшие цитаты из книг, бесплатные главы и новинки:

