

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.

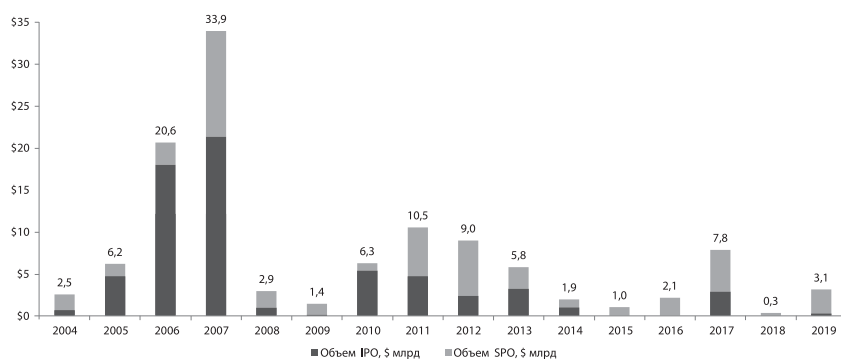


Рис. В-2. Динамика цены на нефть марки Brent с 2004 по 2019 г.



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

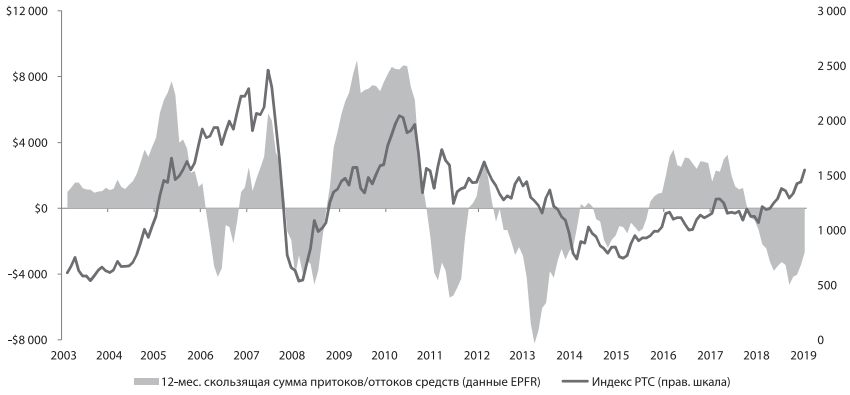
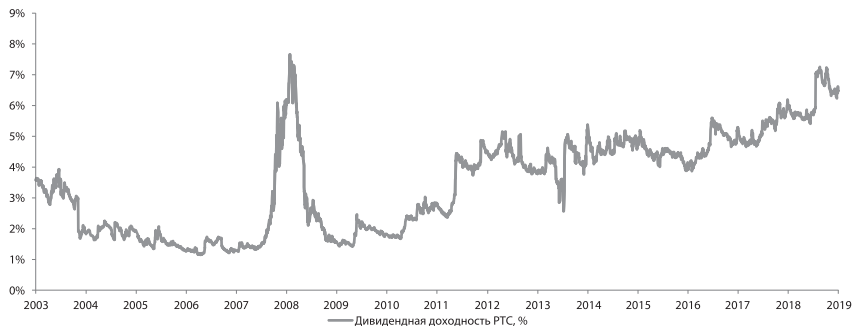


Рис. В-4. Динамика мультипликатора P/E индексов MSCI Russia и MSCI EM с 2004 по 2019 г.



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 re-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.

Глава 2

§ 2.1. Механизм ценообразования

Процесс определения цены первичного размещения начинается с премаркетинга (pre-marketing), в ходе которого аналитики синдиката инвестиционных банков обсуждают с инвесторами стоимость компании.

Премаркетинг российских компаний занимает в среднем две недели. Жесткой границы между окончанием премаркетинга и началом роуд-шоу не существует: аналитики могут продолжить встречаться с инвесторами и после того, как с теми начал взаимодействовать менеджмент компании.

Следующий этап определения цены первичного размещения — построение книги заявок (bookbuilding) на базе ценового диапазона (price range), установленного с учетом отзывов инвесторов в ходе премаркетинга.

В ходе размещения этот диапазон может быть сужен, чтобы предоставить инвесторам более четкий ценовой ориентир и побудить их перейти к активной подаче заявок. Он также может быть пересмотрен, если размещение оказывается очень успешным либо испытывает маркетинговые трудности.

В российской практике букбилдинг также в среднем занимает две недели и, как правило, совпадает с роуд-шоу, хотя до кризиса 2008–2009 гг. использовался и «раздвоенный» (decoupled) подход, при котором букбилдинг начинался вскоре после начала

роуд-шоу с целью учесть отзывы инвесторов, собранные после первых встреч с менеджментом (в частности, «Система-Галс» в 2006 г. и ОГК-2 в 2007 г.). При ажиотажном спросе сроки букбилдинга могут быть сокращены (например, всего шесть дней в случае с Tinkoff Credit Systems в 2013 г.).

По окончании букбилдинга и роуд-шоу с учетом ценовой чувствительности инвесторов инвестиционные банки и эмитент / продающий акционер устанавливают цену первичного размещения, а также распределяют акции между инвесторами (allocation).

* * *

В европейской практике премаркетинг сопровождается рассылкой инвесторам аналитических отчетов (research reports). В США из-за более жесткого регулирования⁶ аналитики маркетируют размещения на основе презентаций (flipbooks) в ходе личных встреч или конференц-звонков (в последнем случае доступ к презентации предоставляется через сервис NetRoadshow).

В России отсутствует практика выпуска аналитических отчетов банками, не входящими в синдикат (подобное встречается в крупных европейских IPO, например IPO Orange в 2001 г.⁷). Аналитическое покрытие на этапе премаркетинга усиливается путем расширения синдиката. Так, в IPO «Роснефти» участвовали восемь ко-лид-менеджеров (co-lead manager) и 13 коменеджеров (co-manager).

В аналитических отчетах российских размещений оценка, как правило, приводится без учета нового капитала (pre-money) и, за редким

⁶ Ritter J. Differences between European and American IPO Markets // European Financial Management. 2003. Vol. 9. No. 4. P. 421–434.

⁷ См.: Jenkinson T., Morrison A., Wilhelm W. Why are European IPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range? // Journal of Financial Economics. 2006. Vol. 80.

исключением, до применения дисконта за непубличность (pre-discount). О дисконте IPO более подробно см. ниже.

Не претендуя на репрезентативность (см. приложение 1), отметим основные черты практики премаркетинга 2002–2005 гг.:

- метод дисконтируемых денежных потоков (ДДП) является предпочтительным методом оценки, с точки зрения аналитиков, хотя в рассматриваемом периоде он, как правило, дает более консервативные результаты, чем оценка по мультипликаторам сравнимых компаний;
- сравнительная оценка в основном опирается на мультипликаторы зарубежных компаний. EV/EBITDA еще не доминирует над P/E и EV/Sales. Аналитики зачастую ориентируются на средний мультипликатор компаний из развитых и развивающихся рынков, что естественно для рынка в фазе становления.

Для размещений 2006–2008 гг. характерна следующая методология оценки:

- как правило, метод ДДП определяет ее верхнюю границу, а мультипликаторы сравнимых компаний — нижнюю (хотя метод ДДП может дать более консервативные результаты, в частности, в сфере недвижимости и в металлургии);
- по эмитентам, не имеющим прямых сравнимых компаний, практика разнится: используется либо метод ДДП, либо — чаще — мультипликаторы непрямых сравнимых компаний;
- основной мультипликатор — «стоимость предприятия к прибыли до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации»

(EV/EBITDA), кроме банковской индустрии, где используется мультипликатор «цена к акционерному капиталу» (price to book value, P/BV). В обоих случаях P/E выступает вспомогательным мультипликатором. EV/EBITDA нивелирует различия в области долговой нагрузки, налогов и учета и позволяет использовать зарубежные сравнимые компании, что особенно важно для фондового рынка в стадии становления;

- для отдельных отраслей характерны специфические вспомогательные мультипликаторы: в энергетике — «цена к установленной мощности» (price to installed capacity, P/IC), в металлургии и нефтегазовой отрасли — «стоимость предприятия к резервам» (EV/Reserves), в недвижимости — «цена к чистой стоимости активов» (price to net assets value, P/NAV).

После кризиса 2008–2009 гг. подход аналитиков к оценке первичных размещений не претерпел фундаментальных изменений, однако возросла значимость мультипликатора P/E. Также повышенное внимание стали уделять уровню предлагаемой дивидендной доходности.

* * *

Зарубежные авторы, отмечая неопределенность результатов оценки по методу ДДП, признают, что оценка на основе мультипликаторов сравнимых компаний является основным методом оценки IPO⁸. Именно его и используют инвесторы. Они выбирают одну или

⁸ Kim M., Ritter J. Valuing IPOs // Journal of Financial Economics. 1999. Vol. 53. No. 3. P. 409–437; How J., Lam J., Yeo J. The Use of the Comparable Firm Approach in Valuing Australian IPOs // International Review of Financial Analysis. 2007. Vol. 16. P. 99–115; Eberhart A. Comparable Firms and the Precision of Equity Valuations // Journal of Banking and Finance. 2001. Vol. 25. P. 1367–1400.

несколько сравнимых компаний и требуют скидку к ее (их) мультипликатору (-ам).

В связи с этим использовать метод ДДП для определения верхней границы оценки представляется некорректным, поскольку он создает у эмитентов / продающих акционеров неправильное представление о механизме ценообразования и, соответственно, формирует ошибочные ожидания. Метод ДДП следует применять в качестве вспомогательного метода, верифицирующего результаты оценки с использованием мультипликаторов сравнимых компаний либо показывающего потенциал дополнительного заработка (upside).

В таблице 2.1 представлены факторы, влиявшие на дисконт IPO в 2012–2019 гг. Как видно, бизнесы с более высокими ростом и маржинальностью могут рассчитывать на дисконт ниже среднего или даже премию (компания 55). Также имеют значение перспективы достижения акцией ликвидности, сопоставимой со сравнимой компанией (сравнимыми компаниями), равно как и состояние первичного рынка (так, объявление цены компании 53 пришлось на слабый рынок).

Мультипликаторы сравнимых компаний взяты на момент объявления ценового диапазона. Необходимо отметить, что за время букбилдинга мультипликатор сравнимой компании может корректироваться; например, благодаря этому дисконт компании 57 сократился с 7 до 3%.

Довольно долго в отчетах аналитиков указывались диапазоны действительной стоимости (fair value ranges) и дисконт IPO считали как соотношение цены размещения к середине диапазона действительной стоимости согласно консенсусу аналитиков синдиката банков — организаторов размещения. В 2006–2008 гг. и 2010–2013 гг. дисконт IPO составил 14,5 и 26,1% соответственно (см. табл. 2.2; в 2002–2005 гг. статистика в целом не отличалась от первого периода).

Таблица 2.1. Факторы, влияющие на дисконт IPO в 2012–2019 гг.

Эмитент	Рост	Прибыльность	Сравнимая (-ые) компания (-и)	Потенциал достижения сопоставимой ликвидности	Дисконт/премия, %
Компания 53	Значительно выше	Сопоставимо	Рос., EV/EBITDA	Средний	-12
Компания 54	Незначительно ниже	Незначительно ниже	Заруб., P/E	Средний	-23
Компания 55	Сопоставимо	Значительно выше	Заруб., P/E	Высокий	+3
Компания 56	Незначительно выше	Значительно выше	Рос., EV/EBITDA	Низкий	-9
Компания 57	Незначительно выше	Значительно выше	Рос., EV/EBITDA	Высокий	-7
Компания 58	Незначительно выше	Значительно ниже	Рос., EV/EBITDA	Низкий	-27
Компания 60	Значительно выше	Значительно выше	Рос., EV/EBITDA	Низкий	-16

Таблица 2.2. Дисконт IPO
(альтернативная методология, 2006–2013 гг.), %

Эмитент	Дисконт IPO
Компания 1	-3,3
Компания 2	-5,9
Компания 3	-16,7
Компания 4	1,9
Компания 5	-40,0
Компания 6	-25,3
Компания 7	-27,4
Компания 8	-4,2
Компания 9	-45,3
Компания 10	-15,9
Компания 11	-3,1
Компания 12	-10,0
Компания 13	-14,2
Компания 14	8,2
Компания 15	-19,4
Компания 16	-10,0
Компания 17	-21,7
Компания 18	-7,4
Компания 19	-17,2
Компания 20	-18,8
Компания 21	-16,3
Компания 22	-14,8
Компания 23	21,7
Компания 24	-8,6
Компания 25	-33,0

Табл. 2.2 (продолжение)

Эмитент	Дисконт IPO
Компания 26	-5,3
Компания 27	-29,9
Компания 28	-20,0
Компания 29	-7,8
Компания 30	-20,9
Компания 31	14,3
Компания 32	-3,6
Компания 33	-14,2
Компания 34	-6,3
Компания 35	-41,6
Компания 36	-22,2
Компания 37	2,6
Компания 38	-39,2
Компания 39	-26,1
Компания 40	-54,1
Компания 41	-61,6
Компания 42	-10,9
Компания 43	-34,2
Компания 44	2,6
Компания 45	-16,2
Компания 46	-37,3
Компания 47	-27,4
Компания 48	-34,0
Компания 49	-9,8
Компания 50	-22,5
Компания 51	-28,8

Табл. 2.2 (окончание)

Эмитент	Дисконт IPO
Компания 52	-31,7
Компания 53	-25,6
Компания 54	-19,3
Компания 55	7,0
Медиана 2006–2008	-14,5
Медиана 2010–2013	-26,1

Затем американские, а потом и неамериканские банки перестали включать в аналитические отчеты диапазоны действительной стоимости, приводя только прогнозные значения и описание методологии оценки. В инвестиционно-банковской же сфере по инерции продолжали считать дисконт IPO на базе все менее и менее надежного консенсуса.

Необходимо четко понимать специфику посчитанного таким образом дисконта IPO как аналитического инструмента. В нем есть место субъективности: одни аналитики подходят к оценке более агрессивно, другие менее, поэтому данный метод — скорее средство измерения «средней температуры по больнице» (аппетита к риску, расхождения между ожиданиями продающей и покупающей сторон). Так, в 2010–2013 гг. по сравнению с периодом 2006–2008 гг. дисконт IPO почти удвоился. Вместе с тем, как показывает статистика по компаниям 53–55, разные методы расчета дисконта дают разные результаты.