

Антон Мальков

Размещение акций

Структурирование
и ценообразование

2-е издание, исправленное и дополненное

Москва
«Манн, Иванов и Фербер»
2015

Оглавление

Предисловие ко второму изданию	7
Сокращения	9
Введение	11
Примечания	17
Часть I. Первичное размещение	19
Глава 1	21
§ 1.1. Домициль	22
§ 1.2. Листинг	24
§ 1.3. Инструмент	31
§ 1.4. Правило 144А / Положение С.	33
Примечания	37
Глава 2	38
§ 2.1. Динамика котировок и объемов торгов	38
§ 2.2. Механизм ценообразования	56
§ 2.3. Диапазон действительной стоимости	58
§ 2.4. Ценовой диапазон	65
§ 2.5. Цена	76
§ 2.6. Аллокации	85
Примечания	92
Часть II. Вторичное размещение	97
Глава 3	99
§ 3.1. Объем	99
§ 3.2. Листинг/инструмент	107

Глава 4.....	109
§ 4.1. Динамика котировок и объемов торгов	109
§ 4.2. Механизм ценообразования	121
§ 4.3. Ценовой диапазон, цена и аллокации	126
Примечания	132
Заключение	135
Приложения.	137
Приложение 1. Размещения 1996–2013 гг.	138
Приложение 2. Методология	148
Приложение 3. Литература.....	152
Список рисунков и таблиц	159
Об авторе	163
Summary.....	164

Сокращения

ABO (accelerated bookbuilt offering) — размещение с ускоренным построением книги заявок. Более распространена аббревиатура ABB (accelerated bookbuilding), реже встречается AEO (accelerated equity offering).

ADTV (average daily trading value) — среднедневной объем торгов.

FMO (fully-marketed offering) — размещение с полным маркетингом.

IPO (initial public offering) — первичное размещение акций.

SPO (secondary public offering) — последующее размещение акций. Практики также используют аббревиатуру FO (follow-on offering), зарубежные теоретики — SEO (seasoned equity offering).

АДР (American Depositary Receipt, ADR) — американская депозитарная расписка

ГДР (Global Depositary Receipt, GDR) — глобальная депозитарная расписка

Введение

Границы исследования

Максимально точное название этой книги звучало бы примерно так: «Публичное размещение обыкновенных акций российских компаний на “основных рынках” преимущественно иностранным институциональным инвесторам в 1996–2013 гг.: структурирование и ценообразование». Верно, но слишком сложно. Попробуем «съесть слона по частям».

Во-первых, исследуемые размещения представляют российские или преимущественно российские бизнесы (при этом домициль, листинг и инструмент значения не имеют). Сюда тем не менее не включены некоторые иностранные компании, которые приобрели российский страновой риск или имели его к моменту IPO, но не получили достаточной автономии, чтобы считаться отечественными. В частности, «российская» страница в истории Petersburg Long Distance началась с приобретения 50% акций PeterStar в 1992 г., хотя к тому моменту компания уже пять лет имела листинг в Торонто; равным образом High River Gold, торговавшаяся в Торонто с 1988 г., начала свой путь в России в 1995 г., когда приобрела 30% акций Бурятзолото. В качестве примера второго случая можно привести IPO турецкой Efes Breweries в 2004 г.

Во-вторых, привлечение инвесторов осуществляется путем построения книги заявок (букбилдинга), а в случае первичного размещения у компании появляются и публично доступные котировки. К сожалению, база Dealogic полна сделок, не имеющих к публичным

размещениям никакого отношения (нередко они появляются в базе с подачи инвестиционных банков, участвовавших в этих сделках). Здесь важно отделить зерна от плевел путем скрупулезного анализа всей доступной информации (информационного покрытия, в том числе в специализированной прессе; документов, традиционно сопровождающих сделку, — пресс-релизов, аналитических отчетов, проспектов; личного опыта и опыта коллег по цеху). Вот несколько типичных примеров:

- частное размещение публичной компании (private investment in public equity, PIPE). Пожалуй, самый известный случай — ВТБ 2013 (акции были размещены рядом финансовых инвесторов без процедуры букбилдинга);
- сделанные основным акционером инъекции капитала, при которых не ставилась цель привлечь средства от миноритарных акционеров, текущих или новых.

В-третьих, я не буду рассматривать специфические инвестиционные сегменты, о которых не очень комфортно рассуждать ввиду отсутствия достаточного практического опыта и которые имеют ограниченную значимость для рынка в целом:

- компании микрокапитализации (Хлеб Алтая 2005, Институт стволовых клеток человека 2009 и т. д.). Эти сделки в основном ориентированы на российский розничный спрос и, как правило, «умещаются» в среднюю аллокацию размещения, рассматриваемого в рамках данного исследования и ориентированного преимущественно на иностранного институционального инвестора;
- привилегированные акции (Банк Санкт-Петербург 2009, Мечел 2010–2011 и т. д.). Исключением является Сибкакадембанк / УРСА Банк 2006–2007, у которого торговался только этот инструмент;

— «новые рынки» (new markets). Это самый большой сегмент, в основном представленный рынком альтернативных инвестиций в Лондоне (alternative investment market, AIM). Он предназначен для «быстрорастущих» компаний, хотя здесь размещались и зрелые бизнесы, привлеченные менее жесткими требованиями к приобретению и поддержанию публичного статуса. Встречаются и обратные ситуации: компания Eastern Property Holdings, хоть и размещалась на основном рынке Швейцарии, но начинала в 2003 г. как инвестфонд, то есть типичный представитель «новых рынков». Некоторые компании перешли из «нового» сегмента в «основной» (например, Alliance Oil). Их SPO тем не менее я буду рассматривать.

В-четвертых, работа охватывает период с 1996 по 2013 г., подводя итоги почти 20-летней истории российского рынка публичных размещений.

Особенности российского рынка

Первое. 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 осуществлением первичного размещения, а вследствие проведения 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/роудшоу (множество примеров от Газпрома 1996 до Алросы 2013). Во втором случае «представление» эмитента рынку не требуется (ЛУКОЙЛ 2001, Норильский никель 2003, Сбербанк 2007). У квази-IPO динамика котировок и объемов торгов наблюдается не только после, но и до объявления цены размещения. Более подробно см. § 2.1.

Иногда техническому листингу предшествуют иные корпоративные события. Например, распространено мнение, что размещение Аптечной сети 36.6 в 2003 г. было одним из первых IPO на российских площадках. В действительности же ввиду неблагоприятной рыночной конъюнктуры компания разместила акции, не торгующиеся публично. В 2005 г. был получен технический листинг, а в 2007-м проведено квази-SPO.

Второе. Несмотря на существенный прогресс в области диверсификации, российская экономика тем не менее остается преимущественно сырьевой. Это, 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). Сравните рис. В-1 и В-2.

Третье. По состоянию на конец третьего квартала 2013 г., иностранные инвесторы владели порядка 70% российских акций в свободном обращении (free float)¹. Это не только предопределяет облик рынка размещений (география маркетинга, характер документации по сделке и т. д.), но и (в сочетании с сырьевым характером экономики) объясняет его повышенную волатильность (рис. В-3). Кроме

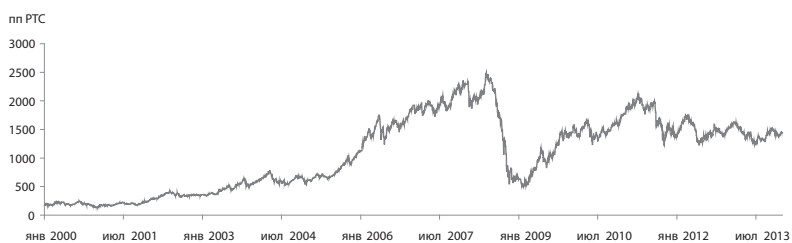
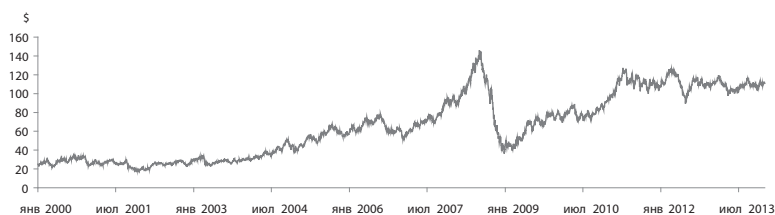
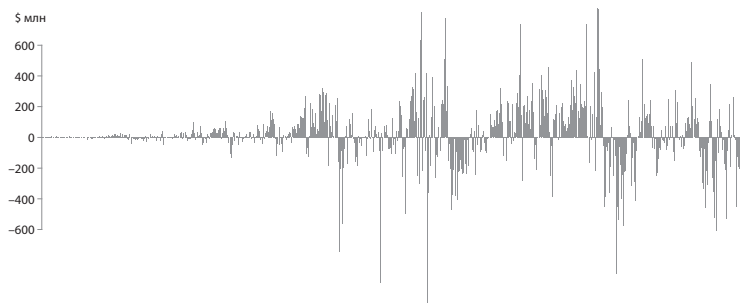
того, отечественный рынок уязвим к глобальным трендам, складывающимся в области управления активами: кризис 2008–2009 гг. повысил требования инвесторов к минимальному размеру сделки со \$100 млн до \$300 млн, а затем, в 2011–2013 гг., переток средств из европейских/российских фондов в фонды, инвестирующие в глобальные развивающиеся рынки², привел к дальнейшему поднятию планки. Одной из основных задач развития отечественного рынка является диверсификация free float за счет внутреннего инвестора.

Наконец, четвертое. При анализе отечественного рынка размещений нельзя забывать об особенностях российского менталитета. Широко известны их проявления на этапе обращения акций (риски корпоративного управления). К традиционным «грехам» в области последнего относятся:

- сделки на нерыночных условиях и/или лишённые стратегического смысла (в обоих случаях совершаемые, как правило, со 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 «тихий» скупок на рынке с постепенным «высыханием» ликвидности и превращением эмитента в квазипубличную компанию);
- акционерные конфликты.

Это объясняет, почему Россия даже во времена бума торговалась с дисконтом к развивающимся рынкам (рис. В-4).

Но особенности российского менталитета проявляются и на этапе размещения, что станет очевидным при прочтении книги и на чем я еще остановлюсь в заключении.

Рис. В-1. Динамика индекса РТС с 2000 по 2013 год**Рис. В-2.** Динамика цены на нефть (Brent) с 2000 по 2013 год**Рис. В-3.** Фонды, инвестирующие в Россию: динамика притока/оттока средств с 2000 по 2013 год**Рис. В-4.** Динамика мультипликатора P/E индексов MSCI Russia и MSCI EM с 2000 по 2013 год