Михаил Матовников,
генеральный директор
ЗАО «Интерфакс Бизнес Сервис»

Логику поведения институциональных инвесторов на отечественном рынке ценных бумаг, пожалуй, наиболее ярко иллюстрируют события, происходившие в прошлом году в сегменте акций. Специально для Cbonds Review их проанализировал Михаил Матовников, генеральный директор ЗАО «Интерфакс Бизнес Сервис», стратегического партнера Thomson Financial в России и странах СНГ.

IPO в РОССИИ: за и против

ПРОШЛЫЙ ГОД СТАЛ ПОВОРОТНЫМ В ИСТОРИИ РОССИЙСКИХ IPO: В 2007 ГОДУ МНОГИЕ ДАЖЕ КРУПНЫЕ КОМПАНИИ СТАЛИ РАССМАТРИВАТЬ РОССИЙСКИЕ БИРЖИ КАК ПОЛНОЦЕННУЮ АЛЬТЕРНАТИВУ ЗАПАДНЫМ ПЛОЩАДКАМ.

В АКЦИИ И ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ИНВЕСТИРУЕТ ПОЧТИ 1000 ИНОСТРАННЫХ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ ЧЕРЕЗ ПОЧТИ 2000 ФОНДОВ. И ПРИ ЭТОМ ТРИ ЧЕТВЕРТИ ИЗ НИХ ПОКУПАЕТ ЦЕННЫЕ БУМАГИ В ТОМ ЧИСЛЕ ЧЕРЕЗ ММВБ И РТС.

Все большее число российских эмитентов, ранее рассматривавших листинг в России как временный этап, приходят к выводу о достаточности листинга на родине. Анализ структуры иностранных акционеров российских компаний, разместивших акции в России и за рубежом, показывает, что три четверти всех инвесторов, инвестирующих в российские компании, покупает акции в том числе через ММВБ и РТС. С точки зрения оценки компаний нет оснований считать, что размещения в России при прочих равных были менее успешными, чем за рубежом, при этом важно помнить, что хотя российские размещения дают возможность заметно сэкономить, стоимость полноценной IR-программы в обоих случаях не будет отличаться.

2007 год поставил еще один рекорд по объему привлеченных средств на IPO, опередив показатель 2006 года уже по итогам первых трех кварталов. Главными эмитентами акций 2007 года, безусловно, стали Сбербанк и ВТБ.

Как ни парадоксально, в 2007 году средний объем средств, привлеченных в России, впервые превысил сумму среднего размещения на LSE. Однако статистика размещений, конечно, сильно искажена размещениями Сбербанка и ВТБ; если исключить эти два размещения, картина станет более ожидаемой: размещение в России в среднем в 4 раза меньше, чем в случае двойного листинга.

Собственно, именно размещение акций Сбербанка, проводившееся только на ММВБ и РТС, показало, что привлечение очень крупных средств возможно и без иностранного листинга.

Размещение Сбербанка неоднократно ругали за чрезвычайные неудобства, созданные для инвесторов, которые, правда, были в большей степени следствием не рассчитанного на публичные размещения банковского регулирования, чем результатом собственно недостатков российского рынка. Однако именно желание широкого круга иностранных инвесторов участвовать в размещении Сбербанка привело к тому, что многие из них все-таки открыли в России брокерские счета, с которых они теперь могут совершать сделки и с другими ценными бумагами.

Таким образом, размещение Сбербанка не только дало повод многим задуматься о сравнительной эффективности различных вариантов размещений акций, но и само по себе явилось фактором, сделавшим успех дальнейших российских размещений более вероятным.

Статистика публичного предложения акций российскими компаниями в 2007 году

Место размещения	Число размещений	Сумма привлечения, $ млн	Средний размер привлечения, $ млн
Великобритания — LSE (вкл. AIM)	4	3193	798
Россия — ММВБ и / или РТС	9	10651	1183
в т.ч. без учета Сбербанка	8	1851	231
Двойные размещения	10	15458	1546
в т.ч. без учета ВТБ	9	7458	829
Итого	23	29302	1274

Примечания: включая дополнительные размещения (SPO) и размещения компаний-нерезидентов, подавляющая часть бизнеса которых ведется в России (именно на них приходится 4 размещения без российского листинга), не включая частные размещения. Размещения российскими энергетическими компаниями акций в пользу стратегических инвесторов не учитывались (часто эти размещения «пополняют» статистику IPO и завышают таким образом долю российских бирж).

Источник: данные «Интерфакс Бизнес Сервис»

Характеристики иностранных инвесторов в российские акции и депозитарные расписки

	Конец 2005 года	Конец 2006 года	Конец 2007 года
Активы под управлением, $ млрд	1 092.1	1 432.6	2 206.7
Инвестиции в российские акции, $ млрд	22.8	49.5	73.4
Доля российских активов в активах	2.10%	3.42%	3.32%
Оборачиваемость портфеля:			
высокая (>70%)	50.30%	55.90%	57.71%
средняя (33–70%)	39.10%	29.50%	35.86%
низкая (<33%)	10.60%	14.60%	6.43%
Географическое распределение (по сумме):			
Великобритания	27.20%	31.10%	27.64%
США	25.50%	27.80%	35.78%
Швеция	12.80%	8.70%	6.44%
Германия	6.20%	6.30%	6.21%
Показатели концентрации			
Доля 20 крупнейших фондов	36.30%	35.17%	32.19%
Средний объем инвестиций в РФ на 1 инвестора, $ млн	19.00	32.57	37.78

Источник: Thomson One for IR

Выбор площадки для размещения продиктован прежде всего желанием привлечь тех или иных инвесторов, а значит, является предметом количественного анализа.

Причины, по которым следует выбрать ту или иную биржу, в целом сводятся к нескольким факторам, имеющим прежде всего количественную оценку.

Первым фактором, конечно, является «стоимость публичности», то есть бремя расходов и иных обязательств, связанных с публичностью и являющихся следствием листинга на той или иной площадке. Именно этот фактор в свое время стал решающим преимуществом Лондона перед американскими биржами после введения в США новых правил регулирования публичных компаний после скандала с Enron и рядом других компаний (прежде всего — Sarbanes-Oxley Act 2002 года).

Именно с точки зрения стоимости публичности как при размещении акций, так и при дальнейшей жизни в качестве публичной компании российские биржи оказываются заметно привлекательнее иностранных.

Однако фактор стоимости публичности для многих компаний не так важен, как фактор возможности привлечения более широкой инвесторской базы на иностранных биржах и (особенно!) фактор стоимости компании после размещения.

Именно эти два фактора и требуют тщательного количественного анализа. Анализ, приведенный далее, базируется на данных из системы Thomson One for IR компании Thomson Financial. Источником сведений для этой базы данных является отчетность инвесторов о произведенных вложениях, поэтому данные не содержат информации

Группировка иностранных инвесторов по доле российских ценных бумаг в портфеле

	Конец 2005 года		Конец 2006 года		Конец 2007 года	
Доля активов в РФ	Число фондов	Активы в РФ, $ млрд	Число фондов	Активы в РФ, $ млрд	Число фондов	Активы в РФ, $ млрд
0–5%	902	7 108.3	1 033	9 369.3	1 383	17 960.2
5–10%	146	3 005.1	210	8 967.0	258	19 564.2
10–25%	54	926.9	126	6 424.9	145	7 442.4
25–50%	81	7 789.3	75	7 331.3	70	12 804.6
50–75%	6	473.9	48	11 528.5	53	8 259.2
75–90%	6	844.2	18	3 737.1	21	4 692.4
более 90%	18	2 677.1	11	2 105.3	12	2 611.7

Источник: Thomson One for IR

об инвесторах, не раскрывающих такой информации, прежде всего о значительной части хедж-фондов. Однако с точки зрения компании предпочтительны как раз более прозрачные инвесторы.

По данным Thomson Financial, в акции и депозитарные расписки российских компаний инвестирует почти 1000 иностранных институциональных инвесторов через почти 2000 фондов.

За последние два года число иностранных институциональных инвесторов, вкладывающих средства в российские компании, удвоилось. Фактически в среднем каждый рабочий день на российском рынке появлялся новый иностранный инвестор и два новых иностранных инвестиционных фонда.

Эти инвестиционные фонды в совокупности управляют более чем $2.2 трлн, причем российские бумаги занимают всего 3.3% их портфеля.

За 2006–2007 годы несколько изменилась география инвесторов: выросла доля инвесторов из США, зато снизилась доля инвесторов из Скандинавии, бывшая весьма высокой в конце 2006 года.

Рост доли американских инвесторов отражает рост интереса к российским акциям и депозитарным распискам у крупнейших американских инвестиционных фондов, приход большого числа новых инвесторов привел к снижению доли 20 крупнейших фондов в совокупной доле инвестиций в российские акционерные бумаги, которая все равно остается высокой — более 32%.

Не менее важен анализ всей совокупности инвесторов в зависимости от доли российских ценных бумаг в активах инвестора. На одном конце спектра находятся крупнейшие инвестиционные компании мира, в активах которых доля российских ценных бумаг невелика, а на другом — специализированные фонды, сфокусированные на российских акциях.

Российским даже начинающим IR-специалистам, конечно, наиболее знакомы именно последние, так как зачастую у них есть офисы в Москве, они активно встречаются с эмитентами, причем не только с состоявшимися, но и с потенциальными (например, с компаниями, заявившими о намерении провести IPO).

Хотя фонды, сфокусированные на России (с долей российских активов более 75%), заметно нарастили активы за последние два года, основной количественный прирост, конечно, пришелся на крупнейших инвесторов с небольшой долей российских активов.

Столь же бурный прирост показали в целом фонды развивающихся рынков, в активах которых доля России обычно находится в пределах 25%.

Однако ключевой вопрос состоит в том, каким именно образом осуществляются все эти инвестиции и существует ли заметная сегментация инвесторов по различным площадкам. Другими словами, дают ли российские биржи доступ ко всем этим инвесторам, либо они доступны только при выходе на биржи Великобритании и США?

Анализ показывает, что три четверти иностранных инвесторов в российские ценные бумаги имеет в портфеле бумаги, купленные на РТС или ММВБ.

Анализ портфелей иностранных инвесторов, вложивших средства в российские акции и/или ADR/GDR, показывает, что 10% из них держали в портфеле исключительно российские акции, купленные на российском рынке, и вовсе не имели ADR/GDR российских эмитентов, а еще 64% — имели в портфеле как акции, так и депозитарные расписки.

Таким образом, из всей инвесторской базы (среди информационно открытых инвесторов) российских эмитентов только четверть инвесторов не имела опыта инвестирования через российские биржи.

Если посмотреть на те же сведения в стоимостном выражении, то мы увидим, что через российские биржи было куплено всего 7% акционерных бумаг российских компаний (из них 2% было приобретено инвесторами, не имеющими в портфеле ADR и GDR, а еще 5% — имеющими в портфеле как акции, так и депозитарные расписки).

Зато на инвесторов, покупающих только депозитарные расписки, пришлось 72% совокупного объема вложений (напомним, эти инвесторы составляют всего 26% от общего числа инвесторов в российские акционерные бумаги). Значительная часть этих инвесторов представлена американскими инвесторами, вкладывающими средства в ADR крупнейших российских эмитентов — «Газпрома», «Лукойла», МТС и «Вымпелкома» в течение многих лет, зато остальные 28% средств — преимущественно результат «бума IPO» в последние несколько лет.

Хороший IR может нивелировать разницу между биржами

Стоит сказать, что это соотношение стремительно меняется в пользу российских бирж, особенно по мере роста ликвидности последних.

При небольшом (до нескольких сот миллионов долларов) IPO получение двойного листинга гарантирует неликвидность и акций, и GDR.

Тот факт, что на ММВБ сосредоточена большая часть биржевой торговли российскими ценными бумагами (с учетом бумаг, обращающихся в Лондоне и Нью-Йорке, где также существует внебиржевой рынок российских ценных бумаг), конечно, способствует росту интереса иностранных инвесторов к российским площадкам.

С другой стороны, для российских эмитентов больше не секрет, что выпущенные на LSE (не говоря уже про AIM) депозитарные расписки российских компаний не могут похвастать высокой ликвидностью.

В результате многие эмитенты, планирующие небольшое (до $500 млн или даже $1 млрд) размещение, вынуждены отдавать себе отчет в том, что, разместив на иностранной бирже до $350 млн (70% от совокупного размещения), невозможно рассчитывать на приемлемую ликвидность этих бумаг ни в Лондоне, ни в России, зато, сосредоточившись на российском рынке с free float в размере $500 млн, можно говорить о возможности ликвидного вторичного рынка (но не гарантировать его, конечно).

При этом одним из важных фактов обеспечения ликвидного вторичного рынка в России является еще и забота о привлечении адекватной по количеству и качеству инвесторской базы в России — как среди управляющих компаний, так и среди частных лиц.

Однако для эмитентов из некоторых отраслей имеет смысл учитывать наличие в мире (и почти полное отсутствие в России) специализированных инвесторов, имеющих большой опыт по вложению в акции компаний соответствующих отраслей. Перед принятием решения о выборе площадки для размещения имеет смысл тщательно проанализировать потенциальную базу инвесторов и только после этого делать окончательные выводы.

За счет полноценной IR-программы эмитент может добиться не худшего уровня оценки, чем компании-аналоги, котирующиеся за рубежом

Второй важнейший для эмитента вопрос — это, конечно, уровень оценки, которую может получить компания на той или иной бирже.

Разные биржи любят приводить в своих презентациях исследования, показывающие, что компании имеют на этих биржах более высокую оценку, чем на других. Справедливости ради стоит сказать, что почти каждая биржа может похвастаться наличием аналогичного исследования, проведенного местными профессорами уважаемого университета или научного центра и доказывающего, что именно на данной бирже компании получают максимальную оценку.

Российские биржи, имеющие, например, листинг B, не говоря уже об RTS Board, где котируются компании, никакой особо информации инвесторам не представляющие, конечно, вряд ли могут выигрывать в аналогичных сравнениях, однако для одного и того же эмитента этот вывод вовсе не всегда действует.

Наличие большого числа инвесторов (а среди них есть и российские инвестиционные компании), имеющих возможность покупать ценные бумаги в России и за рубежом, позволяет устранять возможные арбитражные возможности за счет конвертации GDR в акции и наоборот. Эти операции заметно сокращают разрыв в ценах внутри и вне страны.

Однако существуют и систематически расхождения, для целого ряда компаний действительно характерна более высокая цена GDR, чем акций, однако есть и иные примеры (например, среди компаний фиксированной связи), у которых более высокая цена акции привела фактически к сворачиванию программы GDR.

Многие эмитенты, акции которых обращаются только в России, но которые активно и профессионально работают с инвесторами, оценены с точки зрения ключевых коэффициентов не только не хуже, а даже лучше иностранных аналогов, но для этого требуется значительно превосходить минимальные требования российского регулятора, приближаясь к лидерам отрасли в мире.

Стоит сказать, что именно в связи со значительным пересечением базы инвесторов у компаний вне зависимости от того, где котируются акции компании — только в России или еще и за рубежом, — стоимость и содержание программы по связям с инвесторами компании не зависят от листинга. И только поддержание самого высокого стандарта в сфере IR может гарантировать эмитенту, не принуждаемого к тому российскими регуляторами, получение всех преимуществ статуса публичной компании даже при работе исключительно на российском рынке. ©