Распределение заявок частных инвесторов при IPO: есть ли лучшее решение для российского рынка?

Андрей КРЫЛОВ,
начальник Управления рынков ценных бумаг, Национальная финансовая ассоциация

В статье представлен краткий обзор подходов к формированию книг заявок при публичных размещениях акций с участием частных инвесторов — физических лиц, как в России, так и за рубежом, а также предложены возможные стимулы для повышения доли участия таких инвесторов на российском рынке IPO.

Повышение интереса российских компаний к публичному размещению акций (IPO) как инструменту привлечения финансирования обусловило рост количества таких размещений, который мы наблюдаем с 2023 года. При этом данные IPO, в отличие от активных публичных размещений акций на российском рынке в другие периоды, характеризуются значительным участием частных инвесторов — физических лиц.

В России преимущественно используется механизм биржевого букбилдинга

В условиях роста рынка, а также ограниченности доступных российским физическим лицам для инвестирования инструментов российского и иностранного финансовых рынков большинство сделок IPO в России носят преимущественно «горячий» (спекулятивный) характер, когда книги заявок переподписываются несколько раз, диапазон цены предложения увеличивается, а количество получаемых инвесторами акций незначительно по сравнению с первоначально поданными заявками.

Сбор и распределение заявок при IPO преимущественно осуществляются посредством формирования книги заявок (букбилдинга), которое может проходить посредством как биржевого, так и внебиржевого сбора. Данный метод сформировался и получил широкое распространение в США, а к середине 90-х годов — по всему миру, практически вытеснив ранее применявшиеся в Европе методы аукциона и фиксированной цены. В России преимущественно используется механизм биржевого букбилдинга[1].

[1] Более подробно см. Руководство для эмитента, представленное на сайте ПАО «Московская биржа»: http://ipoguide.moex.com/ru/section-3-2.html?ysclid=ly5u3sf4yl266225949.

Таблица 1
Общие требования к аллокации по типу инвесторов при IPO в Индии

Источник: составлено автором на основе Регламента

	Если компания соответствует требованиям п. 6.1 Регламента*	Если компания не соответствует требованиям п. 6.1 Регламента	Если IPO осуществляется не через процедуру букбилдинга
Частные индивидуальные инвесторы	Не менее 35 %	Не более 10 %	Не менее 50 %
Неинституциональные инвесторы**	Не менее 15 %	Не более 15 %	Оставшаяся доля
Квалифицированные институциональные инвесторы	Не более 50 %, 5 % из которых должно быть аллоцировано инвестиционным фондам	Не менее 75 %, 5 % из которых должно быть аллоцировано инвестиционным фондам	
	До 60 % от доли КИИ может быть аллоцировано якорным инвесторам		

* Регламентом установлены требования к минимальному объему основных средств компании, минимальному размеру среднего дохода и другие.

** К неинституциональным инвесторам могут быть также отнесены физические лица, обладающие большим капиталом, квалифицированные инвесторы.

Необходимо, однако, учитывать, что вне зависимости от метода сбора и распределения заявок итоговое решение о структуре инвесторов при публичном размещении принимает эмитент, при этом он вправе делегировать решение организаторам.

МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА ТРЕБОВАНИЙ К РАСПРЕДЕЛЕНИЮ АКЦИЙ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ ПРИ ПУБЛИЧНОМ ПРЕДЛОЖЕНИИ

Япония

В конце 1980-х годов произошел первый бум публичных размещений акций японских компаний, в которых приняло участие значительное количество частных инвесторов. Однако частные инвесторы были недовольны распределением акций по итогам IPO, и от них в адрес Японской ассоциации дилеров по ценным бумагам[1] (JSDA) поступало значительное количество жалоб как на количество получаемых акций, так и на общую долю, которая предлагалась физическим лицам эмитентами, а также на общую практику продаж со стороны компаний.

В ответ на эти вызовы JSDA разработала в мае 1992 года Правила в отношении андеррайтинга ценных бумаг[2] (Правила андеррайтинга), которые были дополнены в августе 1997 года связанными с андеррайтингом Правилами в отношении распределения клиентам при публичном предложении акций и других инструментов[3] (Правила распределения) (вместе — Правила). Правила применимы для членов JSDA.

В Правилах распределения указано, что при осуществлении размещения член Ассоциации должен полностью учитывать рыночные условия и тенденции инвестиционного спроса, стремиться распределять акционерные сертификаты и другие инструменты справедливым образом и не концентрироваться на определенных инвесторах без объективных причин.

Кроме того, например, при публичном размещении ценных бумаг как минимум 10 % от их общего объема должно быть распределено среди частных инвесторов по лотерейной системе. При этом, конечно, есть ряд исключений, когда это может не соблюдаться.

Также важно отметить следующее требование, установленное Правилами распределения: при осуществлении членом Ассоциации андеррайтинга при публичном размещении он должен заранее подготовить базовую политику в отношении планируемого распределения сертификатов акций инвесторам, которая обычно указывается в предварительном проспекте первичного выпуска (Red Herring Prospectus, RHP).

Индия

В Индии рынок IPO регулируется Советом по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI). Так, в части эмиссии и раскрытия информации — посредством опубликованного в сентябре 2018 года Регламента SEBI Выпуск капитала и раскрытие информации[4] (Регламент), который является достаточно детализированным в плане требований к распределению ценных бумаг по типам инвесторов.

В Регламенте содержатся основные определения, применимые на первичном рынке капитала, в частности букбилдинга, синдиката, IPO, типов инвесторов, ведущего менеджера и другие устоявшиеся в международной практике термины и определения.

Под розничным индивидуальным инвестором в Регламенте понимается индивидуальный инвестор, который подает заявки на приобретение ценных бумаг в сумме, не превышающей 200 000 рупий. В случае если физическое лицо планирует инвестировать более 200 000 рупий при IPO компании, он будет квалифицирован в качестве неинституционального инвестора. Рынок акций и их публичных размещений в Индии носит преимущественно розничный характер.

Процесс распределения осуществляется через зарегистрированных посредников на справедливой основе. Эмитент не имеет права осуществлять какие-либо размещения сверх ценных бумаг, указанных в документе о предложении (RHP)[5]. Уполномоченные сотрудники назначенной фондовой биржи, а также ведущий(ие) менеджер(ы) и регистраторы выпуска должны гарантировать, что распределение ценных бумаг будет осуществлено справедливым и надлежащим образом.

С частного инвестора не взимается никаких комиссий брокеру/бирже/регистратору при подаче и исполнении заявки на IPO.

При этом у ряда брокеров[6] можно отследить в режиме реального времени

[1] Саморегулируемая организация, которая объединяет участников рынка ценных бумаг (банки, страховые компании и другие, осуществляющие деятельность, связанную с ценными бумагами).

[2] Rules concerning underwriting, etc. of securities, 13 May 1992.

[3] Rules concerning distribution to customers related to underwriting, etc. of public offering, etc. of share certificates, etc., 8 August 1997.

[4] Issue of Capital and Disclosure Requirements) Regulations, 2018.

[5] Регистрируется SEBI и публикуется в открытом доступе.

[6] В частности, у Bajaj Broking, см. https://www.bajajbroking.in/ipo.

количество и статус поданных заявок, структуру распределения акций среди инвесторов, график IPO компании, а также минимальный и максимальный объем инвестиций со стороны одного инвестора, что очень удобно для частных инвесторов.

США

Информация о плановой структуре распределения при IPO публикуется до непосредственного сбора заявок в виде предварительного проспекта публичного выпуска акций (RHP).

Уполномоченной организацией по регулированию финансовой индустрии (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) посредством Правил FINRA[1] (FINRA Rules) установлены только общие требования к распределению акций при публичном размещении, в отличие от Индии, где установлены требования к пропорциональному распределению по типам инвесторов.

Ни одна брокерская организация не может и не вправе гарантировать, что клиент — физическое лицо сможет купить акции, подав заявки при IPO компании. Например, у Fidelity[2] установлены минимальные требования к клиенту, чтобы принять участие в IPO, а у Robinhood[3] не дается гарантий получения всех или даже части акций по итогам IPO согласно поданной заявке. Данные условия также подтверждаются на сайте US SEC[4].

РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА РАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКЦИЙ ПРИ IPO ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕЕ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ

Согласно данным Банка России, предоставленным в обзорах ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг, доля участия физических лиц в объеме торгов акциями на ПАО «Московская биржа» в 2023 году составила 79 % (среднее значение), в IPO за период с 2022 года по апрель 2024 года — в среднем 63 %, а в отдельных сделках IPO — 100 % (в частности, при IPO АГ «Кристалл» в феврале 2024 года).

Для многих брокеров и банков наличие инвесторов — физических лиц крайне важно как с точки зрения инвестиций в создание и развитие розничных sales подразделений для инструментов финансового рынка, так и с точки зрения реализации заинтересованности частных инвесторов — физических лиц в наращивании своего присутствия на рынке капитала.

Российское регулирование не предусматривает требований к распределению акций или иных ценных бумаг по типам инвесторов при первичном публичном их предложении, оставляя эмитентам право принимать решение, а организаторам и брокерам — реализовывать ценные бумаги в соответствии с указаниями эмитента.

Информационные письма Банка России[5] внесли некоторую ясность в обновляемые подходы к раскрытию информации о планируемом и фактическом распределении акций среди инвесторов. Однако пока нельзя говорить, что сформировалась практика, как рыночная, так и регуляторная, в отношении роли и степени присутствия частных инвесторов в сделках IPO.

При этом принципиальное значение имеют раскрытие информации (причем не только на рынке IPO и акций, где доминирующую роль уже занимают физические лица) и ее доступность для инвесторов, особенно частных, которые могут не обладать ресурсами и возможностями доступа к информации, имеющимися у институциональных инвесторов, для оценки потенциальной стоимости компании.

При допущении, что российский биржевой рынок акций в средне-/долгосрочной перспективе сохранит преимущественно розничный характер, следующие шаги могут поддержать интерес физических лиц к IPO и стимулировать их к дальнейшему наращиванию своего присутствия на этом рынке:

I. Раскрытие информации:

1. Раскрытие на сайте брокера(-ов) структуры аллокации заявок по типам инвесторов в режиме «реального времени», как во время, так и по итогам IPO. Предпосылки для этого уже содержатся в Информационном письме Банка России от 28 мая 2024 года № ИН-02-28/33.

2. Публикация предварительного проспекта эмиссии акций, общедоступного для широкого круга заинтересованных лиц, по аналогии с RHP.

II. Структурирование книги заявок:

1. В эмиссионной документации может быть предусмотрен механизм claw back для случаев, когда в ходе сбора заявок по сделке IPO наблюдается существенная переподписка со стороны физических лиц. Например, если переподписка по конкретной сделке IPO достигнет 5 или 10 раз от первоначального предложения, то количество акций, доступных для физических лиц, увеличивается до 50 % от первоначально доступных в рамках IPO.

2. В целях обеспечения гарантированного участия в IPO физических лиц на уровне саморегулируемой организации или путем изменения действующего законодательства, регулирующего размещение эмиссионных ценных бумаг, может быть введено требование о минимальном участии физических лиц в IPO при соблюдении ряда установленных условий.

III. Рекомендации для компаний, осуществляющих IPO, по доведению размещенных в их результате акций до уровня 25 % в течение 5 лет с момента выхода на IPO как признак хорошей практики при работе на рынках капитала.

IV. Снижение или исключение уплаты комиссии брокерам за участие в IPO со стороны физических лиц при использовании счета ИИС как подтверждение долгосрочности вложений физических лиц в фондовый рынок и перенос данных расходов на эмитента.

Вышеперечисленные шаги требуют широкого обсуждения как на уровне профессиональных участников рынка ценных бумаг, эмитентов, организаторов выпусков, так и на уровне регулирующих органов, по итогам которого совместно выработанные меры позволят не только повысить прозрачность участия частных инвесторов — физических лиц в IPO российских эмитентов, но и закрепить их вклад в финансирование национальной экономики.

[1] https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5000

[2] https://www.fidelity.com/customer-service/how-to-participate-in-an-ipo

[3] https://robinhood.com/us/en/support/articles/why-didnt-i-get-the-ipo-shares-i-requested

[4] https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/initial-public-offerings-eligibility-get-shares

[5] Информационное письмо Банка России от 28 мая 2024 года № ИН-02-28/33 и Письмо Банка России от 13 мая 204 года № 38-4-4/1396