

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

на правах рукописи

Тоноян Рубик Гарикович

**ФОРМИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ
ПРИ ПУБЛИЧНОМ ПРИВЛЕЧЕНИИ
АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ
ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИКИ**

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Федотова Марина Алексеевна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Оглавление

Введение.....	5
Глава 1 Публичное привлечение акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики: инструменты, формирование стоимости компаний и типы инвесторов.....	16
1.1 Понятия инструментов публичного привлечения акционерного капитала для потенциальных эмитентов.....	16
1.2 Формирование стоимости компаний в рамках инструментов публичного привлечения акционерного капитала и факторы, влияющие на стоимость в условиях трансформации экономики.....	31
1.3 Классификация инвесторов на российском рынке акционерного капитала для целей формирования стоимости компаний в условиях трансформации экономики.....	61
Глава 2 Алгоритм формирования стоимости компаний при использовании приоритетных инструментов публичного привлечения акционерного капитала.....	75
2.1 Выявление приоритетных инструментов публичного привлечения акционерного капитала в России в текущих условиях.....	75
2.2 Анализ опыта реализации первичных публичных размещений акций и алгоритма формирования стоимости компаний до и после трансформации российской экономики в 2022 г.....	92
2.3 Анализ зарубежного и российского опыта реализации прямого листинга акций и алгоритма формирования стоимости компаний в современных условиях.....	107
Глава 3 Совершенствование алгоритма формирования стоимости компаний в рамках приоритетных инструментов публичного привлечения акционерного капитала в России.....	124
3.1 Развитие алгоритма формирования стоимости компаний в рамках IPO как ключевого инструмента публичного привлечения акционерного	

капитала на российском рынке.....	124
3.2 Развитие алгоритма формирования стоимости компаний в рамках прямого листинга как альтернативного инструмента публичного привлечения акционерного капитала в России.....	163
Заключение.....	197
Список литературы.....	204
Приложение А Отобранные критерии для подготовки матрицы сравнения инструментов публичного привлечения акционерного капитала.....	226
Приложение Б Матрица сравнения индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала на российском рынке в условиях трансформации экономики.....	229
Приложение В Перечень IPO на российском рынке акционерного капитала в 2022-2024 гг. с параметрами по спросу и аллокации.....	233
Приложение Г Система показателей, оказывающих влияние на алгоритм формирования стоимости компаний при публичном размещении акций.....	234
Приложение Д Анализируемая выборка российских IPO в 2022-2024 гг. с соответствующими показателями рыночной капитализации и рыночной стоимости акционерного капитала эмитентов.....	237
Приложение Е Расчет коэффициентов раскрытия стоимости эмитентов в рамках анализируемых российских IPO в 2022-2024 гг. на установленных временных точках.....	238
Приложение Ж Расчет отобранных показателей российских IPO в 2022-2024 гг., отражающих участие локальных институциональных инвесторов в алгоритме формирования стоимости компаний на сделках (1/2)	239
Приложение И Расчет отобранных показателей российских IPO	

в 2022-2024 гг., отражающих участие локальных институциональных инвесторов в алгоритме формирования стоимости компаний на сделках (2/2).....	240
Приложение К Расчет показателя IPO-дисконта (премии) с использованием метода рынка капитала в рамках отобранных первичных публичных размещений акций в России в 2022-2024 гг.....	241
Приложение Л Расчет показателей ликвидности и волатильности акций компаний в рамках отобранных первичных публичных размещений ценных бумаг в России в 2022-2024 гг.....	242
Приложение М Материалы по анонимному опросу 20 российских институциональных инвесторов по вопросам формирования стоимости компаний на IPO.....	243
Приложение Н Расчет показателей IPO-дисконта (премии) двумя подходами по отобранным сделкам в 2022-2024 гг. и по последним первичным публичным размещениям акций до 2022 г. в России.....	245
Приложение П Расчет ширины установленных диапазонов стоимости российских компаний в рамках IPO в 2010-2024 гг.....	246
Приложение Р Средний размер полученной розничными инвесторами аллокации на поданные заявки в рамках российских IPO в 2022-2024 гг. (от соответствующего размера заявок).....	249

Введение

Актуальность темы исследования. С начала 2022 г. российская экономика развивается в условиях структурных изменений и существенных внешних ограничений, а значительные долгосрочные финансовые ресурсы, которые необходимы отечественным компаниям для освоения новых отраслей и приспособления к трансформации экономики, теперь могут быть обеспечены в основном за счет внутренних источников. Особый вклад в формирование таких ресурсов лежит на российском рынке акционерного капитала, который является ключевым источником для долгосрочного привлечения средств через использование локальными компаниями соответствующих основных инструментов публичного акционерного финансирования: IPO, DPO, SPAC и Spin-off.

В настоящий момент в России размер привлекаемого финансирования на рынках капитала существенно уступает размеру кредитования бизнеса. При этом высокая значимость долевого финансирования, которое является особенно важным в условиях недостатка долгосрочных средств, фактического отсутствия зарубежных инвестиций и структурной адаптации экономики, отмечена Президентом Российской Федерации, который поручил создать дополнительные возможности для публичного привлечения акционерного капитала внутри страны [26].

В связи с этим соответствующие усилия Банка России и Правительства Российской Федерации направлены на развитие инструментов публичного привлечения акционерного капитала, создание новых стимулов для их использования, а также повышение их доступности для отечественных компаний. Адаптация таких инструментов к существенным переменам в экономике является первостепенной задачей, решение которой позволит российским эмитентам беспрепятственно и эффективно их использовать.

При этом особую актуальность приобретает развитие теории и практики алгоритма формирования стоимости компаний как ключевого элемента

инструментов публичного привлечения акционерного капитала, который более всего подвержен влиянию трансформационных процессов в экономике. Таким образом, исследование функционирования алгоритма формирования стоимости компаний для его совершенствования в текущих условиях является ключевым направлением работ как для успешного проведения последующих сделок на внутреннем рынке, так и роста их количества, что позволит достичь плановых показателей реализации стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 г. [25] в части числа размещений акций и роста капитализации фондового рынка до 60% от ВВП страны.

Степень разработанности темы исследования. В настоящий момент в российской научной среде отсутствуют работы, непосредственно посвященные исследованию алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала. При этом необходимо выделить исследования, которые посвящены отдельным вопросам теории и практики оценки стоимости бизнеса и инструментов публичного привлечения акционерного капитала, имеющие важное значение при изучении алгоритма формирования стоимости компаний и подготовленные следующими авторами: Н.И. Берзон, С.В. Брюховецкая, В.И. Бусов, П.Г. Гулькин, О.А. Землянский, И.В. Ивашковская, И.Ю. Ковригин, Ю.В. Козырь, И.В. Косорукова, О.Д. Ксенофонтова, А.В. Лукашов, А.В. Мальков, Я.М. Миркин, А.Е. Могин, И.А. Никонова, Т.А. Теребынькина, Д.В. Тихомиров, Федотова М.А., Н.В. Цехомский.

Среди зарубежных научных работ можно выделить ряд трудов, посвященных как изучению функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при публичных размещениях акций на развитых и развивающихся рынках, так и отдельным вопросам оценки стоимости бизнеса и инструментов публичного привлечения акционерного капитала.

Таковыми иностранными авторами являются: S. Ashe, E. Avgouleas, P. Baron, M.H. Bazerman, R. Beatty, L. Benveniste, R. Brealey, J. Chemmanur, A. Cheung, B. Cohen, H.M.J. Colaco, F. Cornelli, N. Crain, A. Damodaran,

A. De Cesari, P. De Luca, M.F. Dicle, B.T. Didier, A. Eberhart, P. Espinasse, D.N. Feldman, L.C. Field, D. Goldreich, J. Grundfest, S.P. Hedge, H. Hekmat, B.J. Horton, G. Hu, J. Huang, T. Jenkinson, H. Jones, M. Kim, M. Klausner, J. Laws, J. Levendis, R.E. Levine, C.L. Lipke, T. Loughran, M. Lowry, R.L. Montanes, S. Myers, B.J. Nickerson, M. Ohlrogge, R. Parrino, M.L. Passador, A. Rahmani, J. Ritter, K. Rock, G. Rodgers, P. Roosenboom, J.M. Rosenberg, G. Ross, S.A. Ross, E. Ruan, S.L. Schmukler, P. Spindt, R. Srinivasan, C. Stewart, S. Tinic, J. Williams, H. Yazdifar.

Несмотря на высокую научно-практическую ценность представленных зарубежных научных трудов, применение их результатов на российском рынке акционерного капитала в условиях трансформации экономики является ограниченным, что стало предпосылкой выбора цели и задач исследования.

Цель исследования состоит в обосновании и совершенствовании алгоритма формирования стоимости российских компаний при использовании приоритетных в условиях трансформации экономики инструментов публичного привлечения акционерного капитала на внутреннем рынке.

Для достижения указанной цели исследования поставлены и решены следующие **задачи**:

1) выявить факторы, оказывающие наибольшее влияние на формирование стоимости компаний при использовании инструментов публичного привлечения акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики;

2) предложить классификацию инвесторов на современном российском рынке акционерного капитала, имеющих наибольшее значение в рамках формирования стоимости компаний при проведении публичных размещений акций;

3) построить матрицу индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала с учетом их применимости эмитентами в условиях трансформации российской экономики;

4) разработать научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструмента IPO в условиях трансформации экономики;

5) разработать научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструмента DPO в условиях трансформации экономики.

Объектом исследования является стоимость компаний при публичном привлечении акционерного капитала.

Предметом исследования являются финансово-экономические отношения, которые возникают при формировании стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики.

Область исследования диссертации соответствует п. 16. «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Научная новизна исследования заключается в выявлении факторов, определяющих процесс формирования стоимости эмитентов, и предложенной классификации российских инвесторов, участвующих в определении стоимости, на основании которых разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при использовании приоритетных инструментов привлечения акционерного капитала в условиях трансформации экономики.

Теоретическая значимость работы состоит в развитии теории оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов в части формирования стоимости компаний в рамках публичного привлечения акционерного капитала за счет выявления факторов, в наибольшей степени оказывающих влияние на формирование стоимости компаний при публичном размещении акций в условиях трансформации российской экономики, а также разработки классификации инвесторов на российском рынке акционерного капитала, позволяющей устанавливать ключевые группы инвесторов, участие которых

имеет наибольшее значение для формирования стоимости компаний при реализации публичных размещений акций.

Практическая значимость работы заключается в возможности:

- использования предложенной матрицы индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала для определения их применимости российскими компаниями в условиях трансформации российской экономики;

- применения разработанных научно-практических рекомендаций для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в рамках проведения IPO в условиях трансформации российской экономики;

- применения разработанных научно-практических рекомендаций для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в рамках проведения DPO в условиях трансформации российской экономики.

Полученные результаты исследования в первую очередь могут быть использованы потенциальными российскими эмитентами акций, которые планируют публичное привлечение акционерного капитала на внутреннем рынке с использованием инструментов IPO или DPO, а также инвестиционными банками, которые оказывают консультационные услуги таким эмитентам, в частности научно-практические рекомендации используются в практической работе Управления рынков капитала ПАО «Сбербанк России» при реализации IPO российских компаний.

При этом результаты исследования в том числе могут использоваться представителями научного сообщества в области оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов, профессиональными и непрофессиональными участниками российского рынка акционерного капитала, в том числе инвесторами, Банком России и локальными фондовыми биржами.

Методология и методы исследования. В рамках формирования методологической базы исследования использованы ключевые концепции

теории оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов, при этом важное значение имели результаты исследований теории и практики алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала, а также отдельных вопросов оценки стоимости и инструментов размещения акций как российских, так и зарубежных авторов.

В работе применен комплекс общенаучных и эмпирических методов исследования, в том числе систематизация и классификация, группировка и сравнительный анализ, аналогия и абстрагирование, финансовый и графический анализ (в том числе анализ взаимосвязи показателей), логический анализ и экспертная оценка, а также методы оценки стоимости бизнеса в рамках доходного и сравнительного подходов. Также в рамках исследования применялся метод анализа конкретных ситуаций для подтверждения применимости научно-практических рекомендаций в рамках современных прецедентов IPO и DPO в России.

Программный комплекс, состоящий из пакета программ MS Office и перечня перечисленных информационно-аналитических ресурсов, использован для получения и обработки данных, а также проведения расчетов и графической визуализации результатов.

Информационная база исследования сформирована на основе исследований российских и зарубежных авторов, посвященных изучению алгоритма формирования стоимости компаний при размещениях акций, вопросам оценки стоимости бизнеса и инструментов публичного привлечения акционерного капитала, а также соответствующих нормативных правовых актов Российской Федерации в данной области. В работе использованы аналитические отчеты брокеров, финансовая информация, годовые отчеты, материалы для инвесторов, проспекты ценных бумаг, публичные раскрытия и прочие материалы по российским публичным эмитентам акций.

В частности, в исследовании используются данные таких ресурсов, как Cbonds (включая Cbonds Research Hub), Dealogic, InvestFunds (включая InvestFunds API), Preqveca, Sber CIB Investment Research, ПАО «Московская

биржа», NYSE и Nasdaq, а также информационно-аналитические материалы Банка России, Комиссии по ценным бумагам и биржам США, ряда локальных СМИ (Коммерсантъ, Ведомости, РБК, Интерфакс) и других российских и зарубежных инвестиционных банков и консультантов.

В рамках исследования в качестве базы для анализа использована информация о российском и международном опыте реализации инструментов IPO и DPO, в том числе существенный массив информации о публичных размещениях акций на российском рынке акционерного капитала, который можно разделить на две группы: данные о сделках отечественных компаний с 2010 г. по 2022 г. (47 публичных размещений акций, включая 46 IPO и 1 DPO) и данные о сделках эмитентов в 2022-2024 гг. после трансформации российской экономики (32 публичных размещения акций, включая 22 IPO и 2 DPO). Ключевой для разработки научно-практических рекомендаций является выборка из 13 IPO с 2022 г. по апрель 2024 г. (сделки размером не менее 300 млн руб.), составляющая подавляющее большинство публичных размещений акций в период постепенного восстановления локального рынка акционерного капитала, а также 3 DPO с 2021 г. по 2023 г., которые являются единственными прецедентами реализации прямого листинга в России, что обеспечило предельно возможную обоснованность полученных результатов в условиях существенной ограниченности данных.

Положения, выносимые на защиту:

1) выявлены и охарактеризованы факторы, в наибольшей степени оказывающие влияние на формирование стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях трансформации российской экономики: а) нарастающее геополитическое давление и изменения в макроэкономической конъюнктуре; б) значительный рост уровня рисков на рынке акционерного капитала; в) локализация рынка капитала и новая специфика ландшафта инвесторов; г) ограничение инфраструктуры и расчетов на рынке капитала; д) появление у участников рынка капитала исключительных инвестиционных альтернатив; е) снижение потенциала

достижения сопоставимого с аналогами уровня ликвидности акций, а также ж) ухудшение корпоративного управления и раскрытия информации эмитентами, – отличные от существующих фрагментарных оценок отдельных факторов, а также способствующие комплексной и более точной оценке акционерного капитала компаний (С. 41-60);

2) предложена авторская классификация инвесторов на российском рынке акционерного капитала при формировании стоимости компаний, учитывающая размер активов под управлением инвесторов, стратегии инвестирования, опыт участия в сделках, уровень компетенций для проведения комплексного анализа инвестиционной возможности, предоставление обратной связи и индикаций по спросу, а также чувствительность инвесторов к оценке стоимости эмитента. Классификация позволяет осуществлять приоритизацию инвесторов для формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях локализации рынка (С. 67-74);

3) разработана матрица индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала, которая, в отличие от существующих, отражает применимость инструментов российскими компаниями в условиях трансформации экономики. Матрица позволила выявить из четырех ключевых инструментов наиболее приоритетные для российских эмитентов – IPO и DPO, которые целесообразно развивать и приспособлять к существующим изменениям на локальном рынке капитала в рамках формирования стоимости компаний (С. 89-92);

4) разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках IPO, которые заключаются: 1) в выстраивании алгоритма формирования стоимости с обязательным участием институциональных инвесторов, где особую важность представляет вовлечение инвесторов первой категории по авторской классификации, в то время как участие розничных инвесторов, несмотря на их доминирующее положение в структуре спроса и торгов, не

допускается; 2) в расчете показателя IPO-дисконта с использованием мультипликаторов компаний-аналогов, в то время как использование IPO-дисконта к оценкам независимыми аналитиками должно быть ограничено верифицирующей и вспомогательной функциями; 3) в установлении узкого диапазона стоимости компании или фиксированного значения ее стоимости на этапе сбора книги заявок, а также ориентации на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов при установлении окончательной стоимости компании в рамках сделки. Данные рекомендации позволят достичь оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости при использовании российскими компаниями инструмента IPO (С. 129-162);

5) разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках DPO, которые заключаются: 1) в раскрытии и формировании референтной стоимости компаний с участием институциональных инвесторов, в особенности с инвесторами первой категории по авторской классификации; 2) в определении референтного диапазона стоимости и предельных значений отклонения от него при утверждении сделки, установлении требования по раскрытию целей привлечения капитала в зависимости от уровня стоимости, включении процедуры согласования сделки с эмитентом в случае отклонений от референтного диапазона стоимости при проведении DPO с дополнительной эмиссией акций; 3) во введении гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами с элементами IPO, направленного на формирование референтной стоимости компании. Данные рекомендации позволят нивелировать существующую диспропорцию в структуре инвесторов на текущем рынке капитала и достичь корректных результатов функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при использовании российскими эмитентами инструмента DPO (С. 167-188).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность выдвинутых в работе теоретических положений и научно-практических рекомендаций обеспечивается

корректностью использования актуальных методов исследования, существующих нормативно-правовых актов Российской Федерации в области исследования, а также согласованностью с представленными научными результатами в области алгоритма формирования стоимости компаний при публичном размещении акций, инструментов публичного привлечения акционерного капитала и отдельных вопросов оценки стоимости бизнеса.

Основные результаты исследования опубликованы и апробированы в установленном порядке, обсуждались и получили одобрение на научных конференциях: на XI Международном научном конгрессе «Новый смысл развития предпринимательства: модель опережения, технологии, кадры» (Москва, Финансовый университет, 19-20 мая 2023 г.); на I Международной научно-практической конференции «Логистика и маркетинг: современные вызовы и тенденции в эпоху информационных технологий» (Москва, Финансовый университет, 25 января 2024 г.); на VI Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 26 сентября 2024 г.); на XXIII Межвузовской студенческой научно-практической конференции «Lectio IBI – 2025» (Санкт-Петербург, Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 22 мая 2025 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности ПАО «Сбербанк России», в частности используются разработанные в диссертации научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при применении инструментов публичного привлечения акционерного капитала в части адаптации его отдельных элементов в условиях трансформации экономики после 2022 г. Предложенные в исследовании научно-практические рекомендации применяются при оказании консультационных услуг потенциальным российским эмитентам акций, находящимся в процессе подготовки сделок с использованием инструмента IPO, в частности в рамках процесса определения стоимости компаний, включая взаимодействие с инвесторами, установление дисконта к рыночной стоимости

эмитента и окончательного диапазона его стоимости на публичном размещении акций. Выдвинутые рекомендации позволяют достигать оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости в рамках проводимых сделок, что приводит к получению более корректных результатов оценки компаний, способствуя успешному проведению IPO на российском рынке акционерного капитала. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе Управления рынков капитала и способствуют успешному проведению IPO на российском рынке акционерного капитала.

Материалы диссертации используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Корпоративные финансы (продвинутый уровень)» и «Современные технологии оценки стоимости бизнеса» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты исследования отражены в 5 научных работах общим объемом 4,00 п.л. (авторский объем 3,75 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертационной работы обусловлены поставленной целью и задачами, а также логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 138 наименований, а также 14 приложений. Текст диссертации изложен на 249 страницах, содержит 30 таблиц и 30 рисунков.

Глава 1

Публичное привлечение акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики: инструменты, формирование стоимости компаний и типы инвесторов

1.1 Понятия инструментов публичного привлечения акционерного капитала для потенциальных эмитентов

Привлечение акционерного капитала на публичных рынках является одним из важнейших способов привлечения средств компаниями и их акционерами в мире как ранее, так и в настоящий момент. Трансформация накопленных сбережений капитала участников публичного рынка в доленое финансирование бизнесов без всяких сомнений способствует экономическому развитию как компаний различных отраслей, так и всей экономики в целом [115]. На международном рынке привлечение акционерного капитала для компаний является таким же распространенным и используемым способом получения финансирования, как и привлечение долгового капитала, причем как на публичных рынках, так и на частных.

В России, как и в большинстве развивающихся стран в мире по сравнению с лидирующими экономиками, все обстоит несколько иначе. Так, российские компании гораздо реже и в более скромных размерах привлекают акционерный капитал на публичном рынке, тогда как долговое финансирование является достаточно распространенным. Предпосылок для формирования подобного положения дел достаточно много: менее развитый финансовый рынок с меньшей соответствующей «глубиной», ограниченное число институциональных инвесторов, невысокий уровень развития инструментов долгосрочных сбережений и инвестиций граждан, а также проблемы с их уровнем доверия к инвестициям, финансовой грамотностью и вовлеченностью в продукты финансового рынка и так далее.

В 2022 г. российский финансовый рынок и экономика в целом столкнулись с беспрецедентным давлением, что привело к высокому уровню волатильности, а также подтолкнуло к определенному преобразованию функционирования многих процессов внутри страны. Несомненно, указанные события оставили существенный отпечаток и на локальном публичном рынке акционерного капитала, где в 2021 г. наблюдался бурный рост размещений акций российскими компаниями на различных площадках в России и в мире. Так, отечественные эмитенты стали пересматривать стратегии по привлечению акционерного капитала ввиду изменений на рынке, при этом перед ними встали новые важные вопросы: какие инструменты публичного привлечения акционерного капитала актуальны и могут эффективно применяться в новой экономической действительности, а также как изменится их функционирование в связи со столь существенными переменами?

Инструменты публичного привлечения акционерного капитала – это способы привлечения акционерного капитала с помощью предложения акций эмитента и получения соответствующего публичного статуса [87]. При этом важно отметить, что такие инструменты доступны уже достаточно зрелым и относительно крупным компаниям.

Предлагается авторский взгляд на понятие инструмента публичного привлечения акционерного капитала, который более оптимально раскрывает его в рамках функционирования российского рынка капитала, в том числе в текущей экономической действительности: инструмент, который позволяет компаниям и/или их акционерам привлекать денежные средства путем продажи собственных акций на публичном рынке капитала неограниченному кругу лиц, в результате чего компания обретает публичный статус и листинг ее ценных бумаг на бирже. Как в международной, так и в российской практике в основном выделяют четыре ключевых инструмента публичного привлечения акционерного капитала, которые продемонстрированы на рисунке 1:

- первичное публичное предложение (IPO) акций;
- прямое публичное предложение (DPO или прямой листинг) акций;

- SPAC или Reverse Takeover, которые рассматриваются вместе за счет схожей природы функционирования;
- Spin-off для компаний, у которых материнская компания уже имеет публичный статус и листинг на бирже.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Источники финансирования и соответствующие инструменты привлечения капитала на различных этапах развития компаний

Все инструменты имеют свои особенности и характеристики, а также так или иначе применялись российскими компаниями до 2022 г. как в рамках локального, так и на зарубежных рынках.

Классическим инструментом публичного привлечения акционерного капитала является первичное публичное предложение (IPO) акций. IPO в настоящий момент является наиболее распространенным инструментом как в России, так и в мире. Первичное публичное размещение с английского «Initial Public Offering» или «IPO» – это предложение акций компании широкому кругу инвесторов впервые, сопряженное с получением листинга и началом торгов на фондовой бирже [55]. После проведения IPO акции компаний

свободно обращаются на бирже/биржах, а также обладают объективной рыночной оценкой в режиме реального времени, которая доступна широкой публике, при этом сама компания получает статус «публичной».

Достаточно сдержанно передает смысл понятия «IPO» Росс Геддес, отмечая полное соответствие названию инструмента – это первая публичная продажа акций компании и листинг этих акций на фондовой бирже [2]. При этом Р. Геддес особо отмечает одну из главных целей проведения первичного публичного предложения акций – привлечение капитала. Капитал может привлекаться как самой компанией на дальнейший рост и реализацию стратегии развития, так и держателями акций – ими могут выступать частные инвесторы, инвестиционные фонды, материнские холдинги и даже правительства, которые проводят приватизации.

Похожим образом раскрывается термин «IPO» и в трудах Jason Laws, где подчеркивается, что при использовании данного инструмента частные компании осуществляют эмиссию акций неограниченному кругу лиц впервые [18]. В рамках IPO деньги, заплаченные инвесторами за акции дополнительной эмиссии, попадают непосредственно компании на так называемом «первичном рынке». Последующие торги акциями происходят на вторичном рынке, при этом прибыль или убыток от соответствующей позиции в акциях уже относятся не к компании, а к инвесторам сделки.

Профессор Pasquale De Luca, отмечает, что IPO – это листинг акций на регулируемом рынке капитала. Путем проведения такой сделки компании удастся привлечь акционерный капитал, предложив свои акции неограниченному кругу инвесторов на организованных торгах, а также стать публичной компанией [15]. При этом инвесторам могут быть предложены как новые акции, так и существующие бумаги действующих акционеров, что является реализацией стратегии частичного выхода из бизнеса для них. Несмотря на все очевидные преимущества IPO, профессор отмечает ключевой недостаток инструмента – это продажа акций по цене ниже, чем их рыночная

стоимость, что подтверждают результаты торгов первого дня, когда цена в среднем растет.

Лектор University of Hong Kong и практикующий инвестиционный банкир с большим опытом Philippe Espinasse подчеркивает особую важность решения привлечь акционерный капитал на публичном рынке с помощью того или иного инструмента в жизни каждой компании [16]. Публичное привлечение акционерного капитала – предложение эмитентом собственных акций третьим лицам, то есть инвесторам, впервые. Инвесторы охотно участвуют в IPO, так как это позволяет им получить существенную позицию в акциях компании, которую сложно приобрести на вторичных торгах без влияния на котировку, а также получить доход из-за наличия так называемого IPO-дисконта, который делает такую инвестиционную возможность более привлекательной.

Профессор Стивен А. Росс пишет о том, что IPO – это первый открытый выпуск акций, который осуществляется компанией. Такой выпуск ценных бумаг происходит, когда компания принимает решение об открытом акционировании, при этом все первичные публичные предложения акций – это предложения покупки бумаг за денежные средства [12]. Близкое по своему смыслу определение термину «IPO» дает и Джерри М. Розенберг в терминологическом словаре по инвестициям: «первое предложение ценных бумаг фирмы широким кругам инвесторов» [11].

Ричард Брейли и Стюарт Майерс отмечают, что IPO – это первое публичное предложение акций выпущенных новых акций, которое направлено на привлечение дополнительных денежных средств для компании, при этом в рамках сделки могут быть предложены и вторичные акции учредителей, действующих инвесторов компании или государства [1]. Помимо привлечения капитала, IPO позволяет получить рыночную цену акциям, которая является мерилем результатов хозяйственной деятельности, выстроить программу мотивации сотрудников и разнообразить источники

финансирования, сократив затраты на заемный капитал. Эти выгоды явно перевешивают издержки публичного привлечения акционерного капитала.

Профессор Jay Ritter и профессор Ivo Welch характеризуют IPO как инструмент привлечения капитала компанией, который позволяет впервые создать публичный рынок, где основатели компании и прочие акционеры могут конвертировать часть своего состояния в форме акций в денежные средства. Определение сфокусировано на том, что первичное публичное предложение акций – это инструмент, который не только позволяет достичь некоторых финансовых целей компании в момент его применения, но и открывает возможность для использования других инструментов привлечения финансирования и монетизации активов на публичном рынке акционерного капитала в будущем.

Все представленные интерпретации зарубежных авторов термина «IPO», несмотря на разницу во времени между публикациями источников, являются взаимодополняемыми и в целом достаточно единообразно преподносят его смысл, фокусируясь на тех или иных отличительных чертах инструмента. Важно отметить, что данные взгляды на определение не имеют существенных противоречий по отношению к друг другу, при этом имеют схожий подход в части признания сделками IPO размещений как первичных бумаг, так и вторичных, а также в части обозначения в качестве IPO лишь предложений акций неограниченному кругу инвесторов, сделанных эмитентами впервые, вне зависимости от площадки и прочих условий.

Среди отечественных авторов также есть соответствующие подходы к понятию «IPO». Так, П.Г. Гулькин и Т.А. Теребынькина рассматривали первичное публичное предложение акций с точки зрения реализации в Российской Федерации, поэтому отмечали, что это «процесс размещения как обыкновенных, так и привилегированных акций на открытом биржевом рынке, который предпринимается компанией впервые с целью привлечения дополнительных инвестиций в акционерный капитал» [3]. Со временем на российском рынке актуальность размещения привилегированных акций

существенно сократилась, при этом возросло количество IPO, в рамках которых привлеченный капитал направлялся не компании, а акционерам.

Схожее мнение представлено в работах Я.М. Миркина, где IPO – это привлечение компанией финансирования на базе первого выхода на открытый рынок и соответствующего размещения акций среди первичных [9]. Такая сделка осуществляется на этапе быстрого расширения бизнеса, а также исключительно на первичном рынке ценных бумаг, где реализуются эмиссии ценных бумаг и их начальное распределение среди различных инвесторов. Данный подход также фокусируется на IPO, в рамках которых существует дополнительная эмиссия, а не имеет место быть размещение существующих акций, принадлежащих изначальным акционерам.

По мнению И.А. Никоновой IPO – это публичное размещение, которое сопровождается соответствующим распространением ценных бумаг среди широкого круга инвесторов [10]. Такое определение не раскрывает некоторых особенностей первичного публичного предложения акций как одного из ключевых инструментов по привлечению капитала компаниями и акционерами, однако подчеркивает наличие факта размещения бумаг на бирже, а также участия неограниченного круга различных инвесторов. Анализируя понятие «IPO», С.В. Брюховецкая отмечает, что экономический смысл данного инструмента сводится к следующему: происходит увеличение собственного капитала компании, к его финансированию привлекается широкий круг инвесторов, при этом компанией приобретает публичный статус [92]. Таким образом, под первичным публичным предложением акций стоит понимать размещение акций нового выпуска, как обыкновенных, так и привилегированных, на бирже либо иным способом, в том числе с помощью финансового посредника, неограниченному кругу лиц.

С практической точки зрения к определению «IPO» подходили А.В. Лукашов и А.Е. Могин. Они отмечают, что «в классическом понимании IPO – это первоначальное публичное размещение, в результате которого компания впервые выпускает свои акции в рынок, а покупателями бумаг

является широкий круг инвесторов» [6]. При этом авторы для простоты предлагают обобщать под термином «IPO» и другие виды публичного размещения акций исходя из объединяющего фактора – публичное распространение бумаг среди широкого круга инвесторов. Такое обобщение характерно рынкам, на которых развитие IPO находится в стадии зарождения. Без всяких сомнений, российский рынок уже не относится к таким, поэтому подобная трактовка является неподходящей, особенно в условиях использования отечественными компаниями прочих инструментов публичного привлечения акционерного капитала.

С точки зрения российского законодательства публичное размещение ценных бумаг – это размещение путем их предложения неограниченному кругу лиц, в том числе на организованных торгах и с использованием рекламы [27]. В соответствии с актуальной терминологией федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», в Российской Федерации общества могут быть публичными и непубличными, что имеет свое отражение в уставе и фирменном наименовании [28]. Публичное акционерное общество вправе проводить предложение акций и других ценных бумаг путем открытой подписки, а акции непубличных обществ не могут предлагаться к приобретению неограниченному кругу лиц.

При этом в российской практике публичные общества могут не иметь листинга собственных акций на организованных торгах, тогда как публичный статус в контексте инструментов публичного привлечения акционерного капитала подразумевает именно включение акций эмитентов в список ценных бумаг, допущенных к торгам на организованных торгах на фондовой бирже. Таким образом, в результате проведения IPO частные компании приобретают публичный статус и привлекают капитал за счет продажи собственных акций.

Принимая во внимание все вышеперечисленные позиции относительно термина «IPO» как зарубежными, так и российскими представителями финансового сообщества, предлагается в работе под термином «IPO» понимать инструмент публичного привлечения акционерного капитала

компаниями и/или их акционерами, который реализуется за счет продажи первичных и/или вторичных акций неограниченному кругу инвесторов впервые, в результате чего компания приобретает публичный статус, а ее ценные бумаги получают листинг на бирже.

Альтернативным к IPO инструментом публичного привлечения акционерного капитала, который получил популярность на западных финансовых рынках относительно недавно, является прямое публичное предложение акций или прямой листинг от английского «Direct Public Offering», «Direct Listing» или сокращенно «DPO». При реализации DPO, в отличие от IPO, сбор книги заявок в момент листинга акций компании не проводится, при этом необходимые для листинга акции в свободном обращении (free-float) появляются заранее [54].

С точки зрения биржи NYSE, на которой проводилось наибольшее количество DPO, прямой листинг – это альтернативный IPO инструмент, в рамках реализации которого все инвесторы на открытом рынке, создающие его ликвидность, оценивают стоимость компании с первого дня потенциальных торгов без задержек по времени, при этом инструмент исключает сокращение аллокации инвесторам и наличие обязательного моратория на продажу (lock-up) акций со стороны акционеров [82]. Такое открытие торгов акциями без заранее проведенной сделки по определенному ценовому уровню позволяет снизить стоимость капитала для эмитента и демократизирует доступ и возможности всех групп инвесторов на рынке.

Биржа Nasdaq дает свое толкование DPO: альтернативный IPO инструмент, который позволяет компаниям получить листинг собственных акций на бирже даже без одновременного привлечения капитала. Данный инструмент обеспечивает неограниченную ликвидность существующим акционерам, при этом компания не выпускает новые акции, а в структуре может отсутствовать lock-up период [80]. Таким образом, в классической структуре DPO продающие акционеры могут монетизировать собственные доли как в IPO, однако компания не может привлечь капитал посредством

дополнительной эмиссии. Тем не менее, в настоящее время инструмент прямого листинга совершенствуется в сторону того, чтобы предоставить возможность компаниям такую возможность.

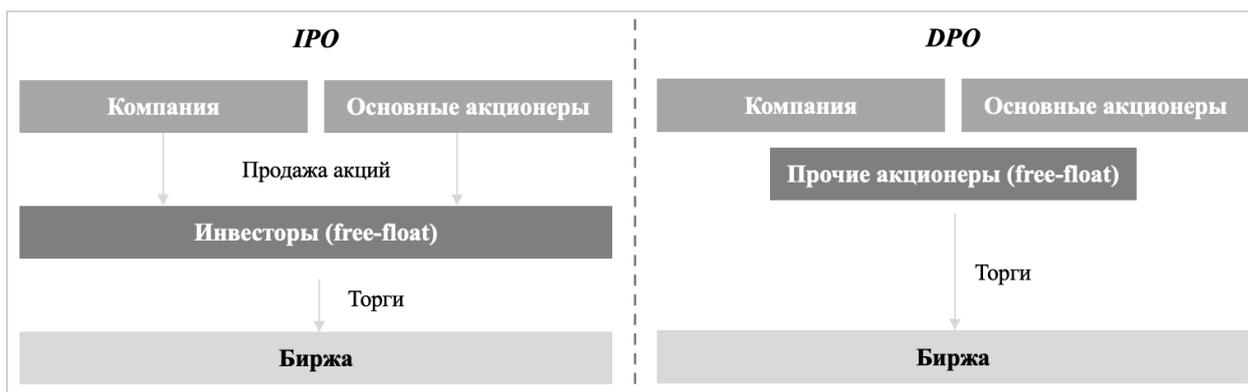
В своей работе Cody L. Lipke говорит о том, что прямой листинг – это инструмент, который позволяет компании получить листинг собственных акций на бирже без привлечения капитала путем продажи существующих бумаг, при этом быстрее, дешевле и проще, чем IPO [127]. При этом важно отметить наличие существенной базы акционеров до проведения DPO, которая будет образовывать free-float. Профессор Brent J. Horton считает, что прямой листинг – это альтернативный традиционному IPO инструмент получения «публичного» статуса компанией, который позволяет компании не привлекать капитал в рамках сделки и не применять андеррайтинг, однако дает возможность получить ликвидность акций на вторичном рынке [121]. При этом настоящая ликвидность бумаг может достигаться только на организованных торгах в рамках крупной биржи, а не на других площадках. Отсутствие привлечения капитала компанией в рамках DPO как правило компенсируется частным размещением акций, которое проводится заранее.

В рамках DPO компании не взаимодействуют с инвестиционными банками в целях андеррайтинга выпуска акций, в том числе первичных: вместо этого действующими акционерами продаются существующие акции – такое мнение излагает Maria Lucia Passador [131]. В случаях, когда привлечение капитала на частном рынке является доступным, инструмент прямого листинга становится более предпочтительным, нежели IPO. На схожесть прямого листинга и IPO указывает Benjamin J. Nickerson: оба инструмента позволяют получить листинг акций на бирже компании, в каждом случае необходимо взаимодействие с инвестиционными банками, юридическими консультантами и регулятором [129]. Главное отличие – это отсутствие сбора заявок, а также различия в стоимости сделки для компании.

В работах С.В. Брюховецкой [92], А.В. Лукашова и А.Е. Могина [6] инструмент DPO описывается как размещение акций компанией без

использования биржевого рынка или с участием посредника напрямую первичным инвесторам. Такой взгляд на прямой листинг исходит из того, что он рассматривается как разновидность IPO. Современная структура DPO позволяет говорить о том, что это отличный от IPO инструмент, который используется в рамках организованных торгов.

Учитывая анализ позиций российской и иностранных бирж, а также представителей отечественного и зарубежного финансовых сообществ, под термином «прямой листинг» в работе предполагается инструмент публичного привлечения акционерного капитала акционерами и компанией при необходимости, который реализуется за счет продажи вторичных акций неограниченному кругу инвесторов без проведения сбора книги заявок, в результате чего компания приобретает публичный статус, а ее ценные бумаги получают листинг на бирже как продемонстрировано на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Типовые схемы реализации IPO в сравнении с DPO

Третьим альтернативным IPO инструментом является SPAC от английского «Special Purpose Acquisition Company»: в 2018-2019 гг. произошло возобновление популярности выхода на публичные рынки акционерного капитала с помощью SPAC-компаний, а сегодня данный инструмент является крайне востребованным в США, при этом еще не столь распространенным в Европе, России и на других финансовых рынках.

SPAC – это компания, которая не имеет реальных активов, однако намеревается приобрести их в рамках сделки. Получение листинга акций

подобных структур является упрощенным: при выходе на биржу привлекается капитал для последующего приобретения определенных компаний [54]. С точки зрения биржи Nasdaq SPAC – это публично-торгуемая инвестиционная компания, которая привлекает капитал с помощью IPO с целью провести слияние с таргет-компанией [86]. Таким образом частные компании получают уникальную возможность стать «публичными» и привлечь капитал. Регулятор США также несколько раз обновлял свой взгляд на понятие «SPAC», в том числе в материалах для инвесторов отмечал, что SPAC – это компания без операционной деятельности, которая размещает акции для привлечения капитала, помещаемого на эскроу-счет до последующего использования в сделке слияния с одной или несколькими частными компаниями [75].

Профессор Mickael Klausner считает, что SPAC – это компании, привлекающие капитал с помощью первичного публичного предложения акций, после чего в течение двух лет находятся в поиске операционной частной компании, с которой проводят сделку обратного поглощения (Reverse Takeover), делая ее «публичной» [125]. При проведении M&A-сделки инвесторы могут вернуть вложенные средства, а сделка может не состояться, что приведет к ликвидации SPAC-компании.

Один из ведущих международных экспертов в области альтернативных IPO инструментов, David Feldman, отмечает, что SPAC – это ключевая доступная эмитентам альтернатива IPO, ведь главный результат такой сделки заключается в получении листинга собственных акций частной компанией с помощью слияния с публичной, которая не обладает операционными активами, но обладает капиталом для их приобретения [17].

SPAC – это компания с торгуемыми на бирже акциями, которая имеет жизненный цикл длиной в два года и создана с одной единственной целью: провести сделку обратного поглощения с частной компанией, позволив ей получить статус «публичной» [105]. Такое определение дает профессор Max H. Bazerman, подчеркивая, что компании-оболочки привлекают капитал

на рынке акционерного капитала от институциональных и розничных инвесторов и могут сократить процесс IPO для компаний-целей.

Проанализировав все представленные взгляды на термин «SPAC», предлагается в работе под «SPAC» понимать инструмент публичного привлечения акционерного капитала, в рамках которого вновь созданная техническая компания без операционных активов привлекает денежные средства при проведении IPO с определенными особенностями в части структуры капитала и параметров публичного размещения акций для того, чтобы впоследствии приобрести частную компанию с операционными активами с целью получения ею статуса публичной и листинга ее акций как представлено на рисунке 3.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Иллюстративное изображение функционирования инструмента SPAC

Четвертой альтернативой классическому IPO являются Spin-off сделки, при этом они обладают рядом отличительных особенностей и ограничений по сравнению с другими, что делает их недоступными для многих компаний. Выход на биржу и привлечение акционерного капитала с использованием инструмента Spin-off доступно эмитентам, у которых материнская компания уже имеет листинг собственных акций на бирже и существенный размер free-float [54]. Как правило, наиболее подходящие условия для использования

Spin-off складываются в ситуациях, когда бизнес дочернего общества имеет существенные различия с бизнесом материнской компании, однако профиль роста и инвестиционная привлекательность могут быть выше, что потенциально может обеспечивать более высокую оценку стоимости. При этом в составе материнской компании стоимость дочернего общества может недостаточно учитываться в котировках.

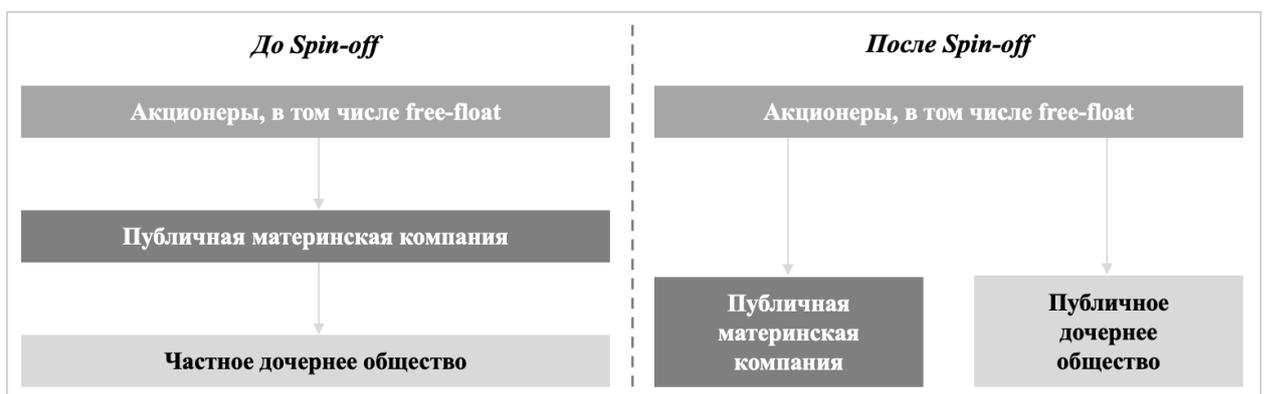
Для проведения Spin-off дочерний бизнес и материнский бизнес должны быть достаточными по размеру для дальнейшего развития в качестве отдельных компаний, при этом сам процесс может происходить с помощью выделения одного акционерного из другого [28]. По результатам такого выделения структура акционеров дочерней компании может повторять структуру материнского общества. С точки зрения биржи Nasdaq термин «Spin-off» означает инструмент, который позволяет существующему эмитенту создать независимую компанию из части собственного бизнеса с помощью продажи вторичных или выпуска новых акций [78].

В своих работах Philippe Espinasse отмечает, что «в рамках Spin-off существующий эмитент с листингом акций на бирже намеревается получить отдельный листинг акций одной из дочерних компаний (бизнесов) на той же бирже или на другой площадке» [16]. Такое разделение может иметь смысл для холдингов с бизнесами в разных географиях, либо с бизнесами в различных секторах экономики. Важно помнить, что «для использования инструмента Spin-off материнская компания должна обладать листингом акций на бирже, при этом в некоторых странах биржи должны согласовывать подобную сделку, в том числе базируясь на понятной коммерческой выгоде, достаточности активов у материнской компании для продолжения бизнеса без дочернего общества, а также защите интересов инвесторов».

Профессор Стивен А. Росс считает, что Spin-off – это инструмент, позволяющий создать отдельную независимую компанию с помощью отделения части активов материнского общества [12]. При использовании данного инструмента материнская компания распределяет акции дочернего

общества среди зарегистрированных акционеров пропорционально. Подобный взгляд имеет И.Ю. Ковригин, который в своей работе представляет Spin-off как пропорциональное распределение 100% акций дочернего общества между действующими акционерами материнской компании – таким образом, в результате сделки образуется две независимые публичные компании с одинаковой структурой акционеров [93].

Принимая во внимание представленные трактовки, в представленной работе Spin-off – это инструмент публичного привлечения акционерного капитала и получения публичного статуса, в рамках которого материнская компания с листингом акций на бирже создает независимого эмитента с помощью публичного размещения акций дочернего общества как представлено на рисунке 4.



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Типовая схема реализации инструмента Spin-off

Итак, в России и в мире до 2022 г. использовались все четыре ключевых инструмента привлечения акционерного капитала на публичных рынках. Наиболее распространенным инструментом как на зарубежных площадках, так и на российских биржах, является IPO – за последние 30 лет более 100 отечественных компаний провели подобные сделки. При этом в последние годы на развитых рынках высокую востребованность обрели альтернативные инструменты капитала – сделки DPO и SPAC. Несмотря на стремительный рост популярности, структуры данных инструментов все еще активно

совершенствуются, а на развивающихся рынках, в том числе в России, пока известны лишь единичные прецеденты таких размещений. Spin-off же характеризуется определенными ограничениями, которые делают инструмент менее востребованным среди зарубежных и отечественных компаний.

Таким образом, систематизированы имеющиеся в отечественной и зарубежной научных литературах подходы к определению всех четырех ключевых инструментов публичного привлечения акционерного капитала, опираясь на которые предложены определения соответствующих понятий для целей использования в представленной работе. Основываясь на установленных определениях данных инструментов, далее в работе будет проведен анализ их применимости на российском рынке акционерного капитала в условиях трансформации экономики, а также рассмотрен алгоритм формирования стоимости компаний как основополагающий элемент каждого инструмента публичного привлечения акционерного капитала.

1.2 Формирование стоимости компаний в рамках инструментов публичного привлечения акционерного капитала и факторы, влияющие на стоимость в условиях трансформации экономики

Одним из наиболее важных вопросов в рамках проведения публичных размещений акций является вопрос оценки стоимости бизнеса. Задачу по установлению оценки компаний в рамках таких сделок можно назвать краеугольной как для эмитента и его акционеров, так и для всего круга заинтересованных инвесторов. Именно поэтому вопрос формирования стоимости компании является ключевым и наиболее сложным при использовании потенциальными эмитентами инструментов публичного привлечения акционерного капитала.

Формирование стоимости компании в рамках публичного привлечения акционерного капитала возникает в результате финансово-экономических отношений между несколькими сторонами, имеющими собственные интересы

в рамках сделки. Одной из сторон выступают эмитент и его акционеры, которые обладают наибольшей информацией о бизнесе, осведомленностью о его особенностях, слабых и сильных сторонах, а также перспективах дальнейшего развития. При этом от оценки стоимости компании в рамках размещения акций зависит как благосостояние акционеров, так и реализация стратегии эмитента с достижением поставленных целей на сделке. Именно поэтому эмитент и его акционеры ориентируются на рыночную стоимость компании, которая, по их мнению, наиболее справедливо отражает текущие результаты деятельности и предстоящий рост бизнеса.

Другой стороной в рамках таких финансово-экономических отношений являются инвесторы различных типов, которые рассматривают возможности по вложению собственного капитала без стратегических целей, то есть приобретение миноритарной доли эмитента. Инвесторы обладают ограниченным объемом информации о компании по сравнению с эмитентом и его акционерами, а также рассматривают участие в размещении акций как альтернативу другим возможностям на рынке акционерного капитала, обращая внимание на показатели доходности, риска, ликвидности, горизонта вложений и другие. Именно поэтому инвесторы ориентируются не на рыночную, а на инвестиционную стоимость компании, которая учитывает их целевые параметры и побуждает их участвовать в сделке.

Третьей стороной выступают консультанты сделки (инвестиционные банки), призванные сблизить позиции в отношении оценки между эмитентом, его продающими акционерами и инвесторами. Таким образом, такие финансово-экономические отношения между сторонами могут быть представлены в виде алгоритма формирования стоимости компании при публичном привлечении акционерного капитала.

Так, алгоритм в теории – это совокупность определенных действий, которые совершаются сторонами с использованием различных методов в рамках установленных правил, для решения поставленных задач и достижения цели [38]. Последовательное выполнение таких действий по

принятым правилам приводит к получению соответствующего положительного результата. Такой результат отвечает ожиданиям только в том случае, если все действия выполнены корректно, в правильной последовательности, а заданные правила алгоритма полностью соблюдались. Поэтому получить положительный или корректный для сторон результат возможно только при оптимальном функционировании алгоритма.

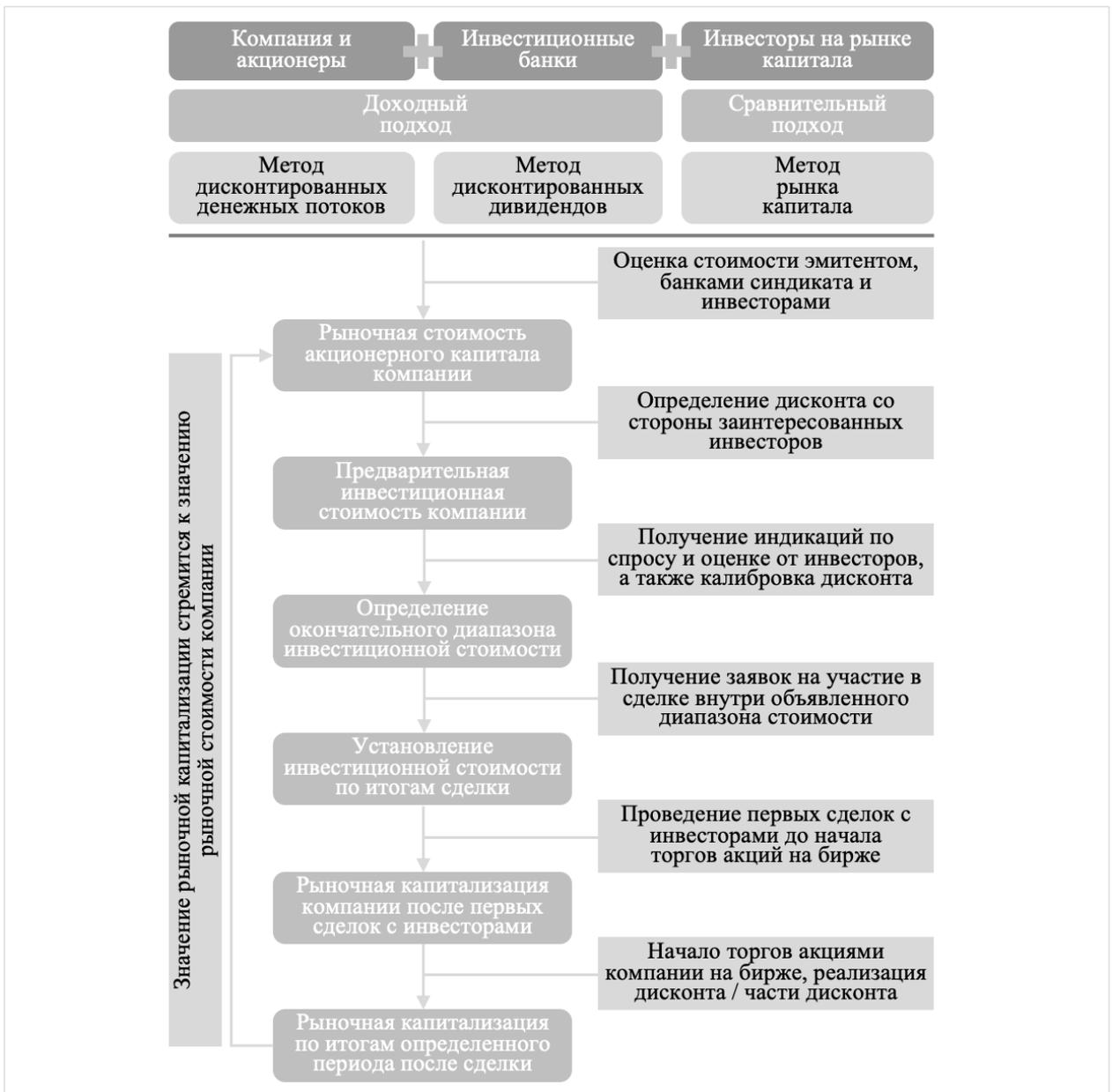
Аналогично и при формировании стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала: стороны реализации публичного размещения акций используют различные подходы и методы оценки стоимости бизнеса в рамках определенных и последовательных этапов алгоритма формирования стоимости компании, а его оптимальное функционирование приводит к достижению поставленной цели и получению корректных результатов оценки стоимости эмитента, что в последствии находит свое отражение на вторичных торгах.

Несмотря на то, что алгоритм формирования стоимости при размещениях акций не является унифицированным для всех инструментов, его этапы и их последовательность логически сопоставимы, а принцип реализации – одинаков. При этом предмет анализа алгоритма формирования стоимости лежит не только в плоскости используемых подходов и методов, но и последовательности процессов для оценки.

Таким образом, алгоритм формирования стоимости в рамках публичных предложений акций, который представлен на рисунке 5 – это совокупность взаимосвязанных сторон и финансово-экономических отношений между ними, подходов и методов оценки стоимости бизнеса, а также действий и этапов, направленных на определение стоимости акционерного капитала потенциального эмитента акций (как рыночной, так и инвестиционной) для целей последующего проведения публичных сделок между компанией, ее акционерами и заинтересованными инвесторами различных типов [136].

Содержание такого алгоритма на рынках акционерного капитала различных стран может иметь отдельные отличительные черты. При этом на

российском рынке до 2022 г. он практически не имел отличий от аналогичных, функционирующих на развитых зарубежных рынках капитала. Такая особенность диктовалась в том числе тем фактом, что «иностранные инвестиционные фонды, преимущественно из США и Великобритании, являлись держателями более 80% акций отечественных компаний в свободном обращении на Московской бирже» [77].



Источник: составлено автором.

Рисунок 5 – Графическое изображение оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компании в рамках публичных предложений акций

После 2022 г., несмотря на существенные изменения на российском рынке акционерного капитала, алгоритм формирования стоимости компаний не претерпел значительных изменений в части своей структуры: последовательность этапов алгоритма осталась прежней, при этом способы реализации данных этапов подверглись влиянию как изменения баланса инвесторов на рынке, так и некоторых прочих актуальных характеристик отечественного рынка в новой экономической действительности. При этом, важно отметить, что формирование стоимости компаний в рамках публичных сделок – это сложный процесс, по результатам которого необходимо найти консенсус между несколькими позициями различных заинтересованных сторон, имеющих, как правило, отличные взгляды на оценку.

Как отмечалось ранее, указанными ключевыми сторонами алгоритма являются компания, продающие акционеры, потенциальные инвесторы и инвестиционные банки. Содержание алгоритма формирования стоимости во многом определяется наличием конфликта между позициями: компания и продающие акционеры стремятся получить более высокую оценку, в то время как инвесторы хотят реализовать стоимость уже после сделки, что приводит к противоположным интересам. Сторона инвестиционных банков является более объективной, так как ее интересы связаны как с компанией и акционерами, так и с инвесторами – все они являются клиентами банков.

При использовании алгоритма формирования стоимости компаний на публичных размещениях акций сторонами, как правило, востребованы два подхода к оценке – доходный и сравнительный [124]. Затратный подход не используется в силу специфики сделок, которые носят инвестиционный характер и обуславливают определенные требования к компаниям.

В рамках доходного подхода используются методы дисконтированных денежных потоков и дисконтированных дивидендов, отражающие ожидания относительно будущего роста, а также позволяющие рассматривать различные сценарии развития. В рамках сравнительного подхода используется исключительно метод рынка капитала, который позволяет инвесторам

рассматривать возможность инвестирования в акции новых эмитентов как альтернативу другим инвестиционным возможностям на рынке, что и сделало его ключевым методом оценки компаний в рамках публичных размещений акций как на развитых рынках, так и в России [116].

Алгоритм формирования стоимости на сделках предполагает в первую очередь определение рыночной оценки стоимости эмитента, которая проводится компанией, инвестиционными банками, включая оценку независимыми аналитиками, а также инвесторами. Рассчитанные значения рыночной стоимости могут отличаться в силу различных предпосылок, в том числе на стороне инвесторов, имеющих более консервативный взгляд на перспективы развития, однако позволяют установить консенсус.

На значения рыночной стоимости компании при оценке в рамках размещения акций сторонами сделки влияют как внешние, так и внутренние факторы. Среди внешних факторов: уровень геополитической напряженности, макроэкономическая конъюнктура, размер ключевой ставки Банка России, динамику и особенности развития отрасли компании, состояние конкурентной среды и барьеры по входу на рынок, инвестиционные альтернативы для участников рынка и другие.

В число внутренних факторов можно включить: показатели роста и рентабельности компании, особенности бизнес-модели, преимущества и недостатки ключевого продукта или услуги, диверсифицированность клиентской базы, стратегия дальнейшего развития, возможность платить дивиденды, уровень долговой нагрузки компании, стабильность и предсказуемость денежных потоков, корпоративное управление и другие.

Другим важным этапом алгоритма является определение инвестиционной стоимости компании, что необходимо для последующей реализации сделок. Переход от рыночной стоимости к инвестиционной осуществляется по инициативе инвесторов, которые рассматривают покупку бумаг и учитывают ключевые для себя параметры, в том числе потенциальные риски, ожидаемую доходность и альтернативы на рынке [13]. Для определения

инвестиционной стоимости при размещении используется показатель дисконта. При этом важно отметить, что инвестиционная стоимость компаний в рамках сделок всегда оказывается ниже, чем рыночная.

Дисконт в алгоритме формирования стоимости – это показатель, характеризующий разницу в оценке стоимости компании в рамках сделки, которая позволяет инвесторам компенсировать взятые на себя риски, а также делает предложение акций компании более привлекательным по сравнению с публичными аналогами [136]. При этом показатель может отражать как разницу между рыночной стоимостью бизнеса и инвестиционной стоимостью, так и разницу между стоимостью компании и ее публичных аналогов с учетом позиционирования, то есть определять инвестиционную стоимость бизнеса.

Актуальность данного параметра в рамках размещений также подтверждается тем фактом, что инвесторы не приобретают контрольную долю в компании и не преследуют стратегических целей: их интересами движут исключительно инвестиционные цели приобретения бумаг [2]. Наличие дисконта также принято называть недооценкой компании в рамках сделки, которая приводит к росту капитализации компании после начала торгов – соответственно, дисконт полностью или частично реализовывается в цене акций на вторичном рынке [128].

Наличие дисконта в рамках алгоритма формирования стоимости при публичном привлечении акционерного капитала, а также указанный феномен недооценки, имеющий место быть как на зарубежных, так и на российском рынке, во многом объясняются следующими аспектами:

- принятие рисков инвестиций в непубличную на момент сделки компанию с принятыми, как правило, непосредственно перед размещением практиками корпоративного управления, ведения финансовой отчетности и раскрытия информации;
- принятие рисков по недостижению удовлетворительного уровня ликвидности ценных бумаг на рынке, либо его достижения на протяжении долгого периода времени;

- принятие рисков возможных ограничений миноритарных инвесторов из-за отсутствия подтвержденной публичной истории развития;
- наличие информационной асимметрии между компанией и инвесторами [106], где вторая сторона ограничена в проверке эмитента, а также принимает на себя риски невыполнения прогнозов и раскрытых предпосылок дальнейшего развития бизнеса;
- удовлетворение целей и мандатов инвесторов, имеющих определенный уровень ожидаемой доходности, в том числе предоставляя относительно гарантированную доходность после начала торгов;
- повышение привлекательности инвестиционной возможности среди инвесторов по сравнению с ценными бумагами аналогов на бирже, а также увеличение общего спроса и переподписки на сделке [138];
- наличие информационной асимметрии между инвесторами: повышение привлекательности для менее информированных инвесторов, которые часто принимают участие в сделках, в которых отказываются участвовать информированные инвесторы [135];
- наличие информационной асимметрии между компанией и банками: синдикат, имея взаимоотношения со всеми сторонами сделки, может быть заинтересован в наличии определенного уровня дисконта, который позволит достичь целей как компании, так и инвесторам [104];
- менее фундаментальные аспекты: (i) желание компании развивать качественную публичную историю с ростом бумаг на вторичном рынке и открытием возможности проводить размещения в дальнейшем, (ii) защита от возможных исков инвесторов в случае невыполнения заявленных результатов [137], (iii) привлечение инвесторов для активного участия в алгоритме формирования стоимости компаний в рамках сделки [107].

В международной и российской практиках существует два основных способа определения значения дисконта в рамках публичного размещения:

- отношение установленной инвестиционной стоимости компании в рамках сделки к консенсусу рыночной стоимости компании, определенному

на базе оценок независимых аналитиков синдиката;

– отношение отобранного мультипликатора эмитента, соответствующего его установленной инвестиционной стоимости в рамках сделки, к медианному значению аналогичного мультипликатора сравнимой компании (или компаний), установленной участниками сделки, преимущественно инвесторами.

Динамика цены акций после начала торгов определяет доходность первого дня и соответствующую недооценку – отношение капитализации компании после сделки к определенной ранее рыночной стоимости, что также отражает полную или частичную реализацию дисконта.

Важно отметить, что в российской практике после 2022 г. инвесторы достаточно часто для определения приемлемого уровня оценки компании для участия в сделке применяют дисконт не к рыночной оценке стоимости, а к инвестиционной стоимости акционерного капитала. К существенному увеличению консерватизма позиций инвесторов в отношении оценки потенциальных эмитентов привели:

- рост количества рисков и вероятности их реализации при инвестициях на российском рынке в новой экономической действительности;
- невыполнение компанией заявляемых прогнозов финансовых и операционных показателей российскими публичными компаниями;
- высокая волатильность и нестабильность рынка капитала.

Последующее получение обратной связи от инвесторов по результатам нескольких этапов встреч с менеджментом и независимыми аналитиками синдиката, анализа и проведения оценки, сопровождается информацией, которая содержит в себе индикации по спросу и оценке инвестиционной стоимости компании в рамках сделки. Такая обратная связь крайне важна для выстраивания позиций и понимания возможности достижения оптимального уровня стоимости для всех участников размещения акций.

Базируясь на полученной информации, компанией устанавливается диапазон стоимости акций на размещении, внутри которого собираются

заявки от инвесторов и формируется книга таких заявок, что позволяет окончательно установить стоимость акционерного капитала компании на сделке. Именно по такому уровню инвестиционной стоимости компании происходят первые сделки с инвесторами до начала торгов на бирже, что формирует цену акций и позволяет установить показатель рыночной капитализации компании, который после начала торгов будет изменяться.

Оптимальность функционирования алгоритма формирования стоимости зависит от множества факторов, среди которых ключевые:

- полноценное участие инвесторов в алгоритме формирования стоимости на сделке, а также получение предметной обратной связи от них;
- корректное установление дисконта для определения инвестиционной стоимости компании;
- объективность предпосылок для расчета рыночной стоимости;
- формирование баланса между позициями сторон на сделке.

С точки зрения теории, при оптимальном функционировании алгоритма рыночная капитализация компании после размещения должна стремиться к значению его рыночной стоимости акционерного капитала [124]. При этом горизонт достижения значения рыночной стоимости, что равно реализации дисконта, нельзя определить однозначно в силу влияния множества факторов, среди которых: макроэкономический фон, достижение прогнозных показателей и дальнейшее развитие бизнеса, тенденции в отрасли, геополитическая напряженность и так далее.

Приведенный анализ алгоритма формирования стоимости отражает его относительную унифицированность – его структура является достаточно устоявшейся на большинстве развитых рынках, хотя время от времени появляются некоторые корректировки в связи с изменениями самих инструментов публичного привлечения акционерного капитала [126].

Однако, несмотря на практическую неизменность структуры алгоритма формирования стоимости, реализация его этапов все же подверглась значительному влиянию по итогам трансформации российской экономики с

2022 г., в рамках которой необходимо отметить следующие черты:

- геополитическая напряженность и риски, а также существенный перечень введённых санкций, оказывающий влияние практически на все сектора экономики России;
- локализация российского рынка акционерного капитала, практически полная фактическая изоляция от других международных рынков капитала [44];
- высокая волатильность и нестабильность отечественного рынка капитала, а также смещение структуры инвесторов на рынке;
- макроэкономические барьеры, включая высокий уровень инфляции и соответствующий размер ключевой ставки Банка России;
- существенная переориентация в части экспорта и импорта, структурные изменения в экономике, рост локального производства и другие.

Исследование факторов, влияющих на реализацию алгоритма формирования стоимости потенциальных эмитентов в рамках публичного привлечения акционерного капитала в новых условиях рынка, позволит грамотно управлять ожиданиями эмитентов и инвестиционного сообщества, а также выстраивать эффективную стратегию по максимизации стоимости компаний при проведении сделок. Особое влияние данных факторов является следствием новых характеристик российской экономики в условиях трансформации.

Выявленные факторы оказывают значительное влияние на алгоритм формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в современных условиях трансформации отечественного рынка, тогда как в обычных условиях функционирования рынка до 2022 г. они либо оказывали менее существенное воздействие на оценку, либо оказывали воздействие отличного направления и характера, либо вовсе отсутствовали [99]. Также данные факторы, указанные в таблице 1, имеют различные отличные друг от друга характеристики, которые раскрывают их особенности, при этом важно отметить, что они крайне взаимосвязаны между собой как с точки зрения

фундаментальных причин возникновения, так и с точки зрения соответствующих последствий.

Таблица 1 – Факторы, оказывающие особое влияние на формирование стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях трансформации экономики

Фактор	Характеристика выявленных факторов		
	Уровень приоритета	Период действия	Особенность воздействия
а) Нарастающее геополитическое давление и изменения в макроэкономической конъюнктуре	Основной фактор	Долгосрочный фактор	Переменный фактор
б) Значительный рост уровня рисков на рынке акционерного капитала	Основной фактор	Среднесрочный фактор	Переменный фактор
в) Локализация рынка капитала и новая специфика ландшафта инвесторов	Основной фактор	Долгосрочный фактор	Постоянный фактор
г) Ограничение инфраструктуры и расчетов на рынке капитала	Основной фактор	Среднесрочный фактор	Постоянный фактор
д) Появление у участников рынка капитала исключительных инвестиционных альтернатив	Второстепенный фактор	Краткосрочный фактор	Переменный фактор
е) Снижение потенциала достижения сопоставимого с аналогами уровня ликвидности акций	Второстепенный фактор	Долгосрочный фактор	Постоянный фактор
ж) Ухудшение корпоративного управления и раскрытия информации	Второстепенный фактор	Среднесрочный фактор	Постоянный фактор

Источник: составлено автором.

Геополитическая напряженность и санкционное давление в отношении российской экономики привели к процессу ее трансформации, однако каждая новая волна ухудшения геополитического климата и введения ограничений приводит к соответствующим негативным последствиям как для реального сектора, так и для рынка акционерного капитала [90]. Наличие ограничений к доступу на иностранные рынки, валютных ограничений, ограничений

в части импорта и экспорта товаров и услуг, ограничений в финансовом секторе и в получении иностранного финансирования, логистических ограничений и многих других оказывает существенное негативное влияние на бизнес российских компаний. Такие условия приводят:

- к ухудшению значений финансовых и операционных показателей отечественных компаний – как абсолютных, так и относительных;
- к росту расходов на устранение последствий введенных препятствий и соответствующему снижению рентабельности;
- к увеличению значения стоимости капитала для компаний;
- к существенному снижению инвестиционных планов в рамках стратегий дальнейшего развития и роста;
- к сокращению масштабов и стабильности денежных потоков.

Все это в конечном итоге отрицательно влияет на оценку их стоимости. Также важно отметить, что такие условия приводят к повышению уровня неопределенности будущего развития бизнеса, снижая точность результатов оценки. Помимо фундаментальных последствий, наличие геополитического напряжения и регулярный рост числа санкций приводят к частым негативным шокам на рынках капитала, что отрицательно отражается в котировках ценных бумаг российских компаний.

Сложившиеся условия оказывают влияние на принятие инвестиционных решений и параметрах таких решений, в том числе на сокращение инвестиционного горизонта [91], повышенный уровень рисков и ожидаемой доходности, рост спекулятивной составляющей, а также консервативный взгляд на будущее развитие. Наличие таких шоков на рынке и изменения поведения инвесторов при принятии решений оказывают негативное воздействие на оценку стоимости российских компаний, которые отражаются при использовании любого подхода к оценке.

Также важно отдельно отметить фактор непредсказуемости, присущий при геополитической напряженности. Он характеризуется отсутствием информации относительно регулярности, времени или периодов введения

новых ограничений, а также отсутствием понимания вероятности обострений в геополитическом климате. Все это существенно повышает уровень неопределенности, который учитывается участниками рынка на всем горизонте прогнозирования, повышая показатели риска, а также приводя к консервативной оценке стоимости. Именно поэтому данный выявленный основной фактор влияния на алгоритм формирования стоимости компаний в условиях трансформации экономики отличается переменным воздействием.

Другим последствием трансформации экономики в рамках данного фактора, которое также поддерживается негативным геополитическим климатом в стране, является макроэкономическая конъюнктура. Несмотря на все отрицательные последствия, основной предпосылкой для корректировки векторов развития стал внутренний спрос: активное замещение иностранных продуктов и услуг, рост доходов населения, сокращение уровня безработицы, рост кредитования и потребительской активности в целом [41], а также восстановление экономики с низкой базы после 2022 г. Активность в сфере инвестиций в 2023-2024 гг. оказалась на исторически пиковых значениях, при этом возможности удовлетворить возросший спрос являлись ограниченными. Все это привело к кардинальным и уникальным переменам в макроэкономике и денежно-кредитной политике:

- существенный рост цен и показателя инфляции, который значительно отклонился от трагетизируемого значения и долгое время, несмотря на все прилагаемые усилия, не переходит на траекторию восстановления;
- беспрецедентный рост ключевой ставки Банка России: с середины 2023 г. показатель ставки вырос с 7,5% до 21,0% к октябрю 2024 г. [45];
- постепенное ослабление локальной валюты и закрепление на новых исторически низких значениях по отношению к доллару США;
- ожидаемый высокий показатель роста ВВП России к концу 2024 г. на уровне 4,0%, превышающий показатели других развивающихся стран;
- рост государственных расходов и снижение цен на нефть и газ;

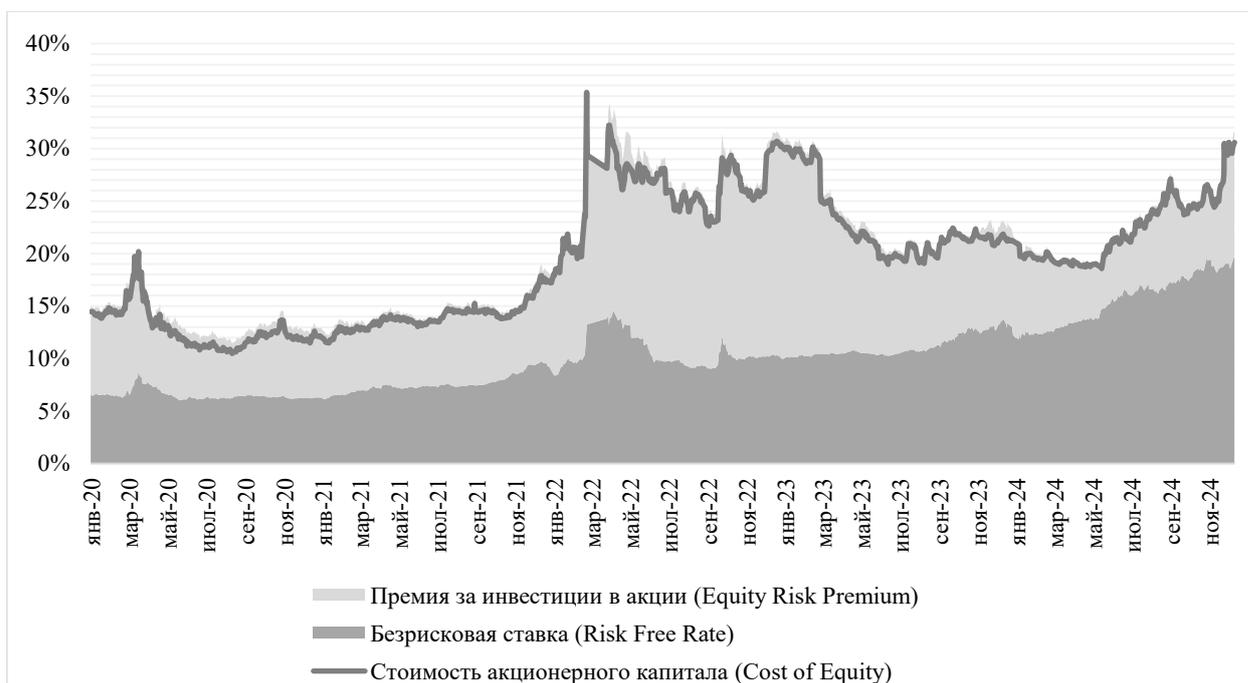
- высокая волатильность на российском рынке публичного капитала, а также коррекция в котировках отечественных ценных бумаг;
- избирательное дополнительное налогообложение отдельных крупных прибыльных компаний для целей исполнения бюджета [34].

Сложившаяся исключительная макроэкономическая конъюнктура в большинстве имеет существенное негативное влияние на оценку стоимости компаний по следующим причинам, нехарактерным среднестатистическим экономикам развивающихся стран:

- рост расходов и снижение рентабельности, в том числе опережающий рост заработных плат, за счет неснижаемой инфляции, а также рекордно низкой безработицы по результатам процесса импортозамещения;
- исторически пиковые значения стоимости долгового капитала, снижающего рентабельность за счет процентных платежей, а также ухудшение платежеспособности у компаний с высокой долговой нагрузкой, что оказывает значительное влияние на уровень риска;
- рост расходов на импортное сырье и реализуемые товары, снижающих рентабельность, за счет ослабления локальной валюты;
- замедление темпов кредитования и инвестиций компаниями за счет ужесточения денежно-кредитной политики, что приводит к замедлению темпов роста, а также консервативным прогнозным денежным потокам;
- снижение рентабельности компаний из-за роста налоговой нагрузки в условиях роста государственных расходов и дефицита бюджета;
- оттоки капитала из рынка акций и увеличение доли сберегаемых доходов из-за наличия инвестиционной альтернативы – инструментов с фиксированной доходностью: рост доходности ОФЗ на один п. п. в среднем приводит к снижению мультипликатора P/E эмитентов на 4-5% [30];
- сокращение дивидендных выплат как по причине снижения чистой прибыли, так и по причине создания дополнительных резервов из-за неопределенности – снижение привлекательности для инвесторов.

Таким образом, фактор геополитики и макроэкономической конъюнктуры в условиях трансформации экономики имеет существенное влияние на оценку стоимости в целом и функционирование алгоритма формирования стоимости эмитентов в частности, затрагивая множество областей деятельности компаний. При этом данный фактор, с учетом всех событий после 2022 г., имеет долгосрочный характер без возможности выдвижения обоснованных прогнозов по прекращению его влияния.

Установленный фактор нарастающего геополитического давления и исключительных изменений в макроэкономической конъюнктуре в России определяют следующий фактор влияния на оценку стоимости потенциальных эмитентов в текущих условиях, который неразрывно связан с ним – это уровень рисков на российском рынке акционерного капитала для локальных инвесторов, приведенный на рисунке 6.



Источник: составлено автором по материалам [30].

Рисунок 6 – Динамика стоимости акционерного капитала российских публичных эмитентов акций, входящих в индекс Московской биржи

Так, средняя стоимость акционерного капитала российских компаний, входящих в индекс Московской биржи, в конце 2021 г. составляла около 15%,

в то время как в начале 2022 г. – уже около 35% [31]. После стабилизации ситуации в марте, в течение 2022 г. она изменялась в диапазоне от 23% до 30% и стала постепенно снижаться в первом квартале 2023 г. В 2024 г., несмотря на небольшую корректировку в середине года до 18-20%, во второй половине года произошел рост до 30%. При этом привычными для российского рынка являются значения вблизи 16% (среднее за 2016-2018 гг.) и ниже.

Такое существенное увеличение стоимости акционерного капитала связано со значительным ростом премии за риск инвестирования в акции в России, а также с ростом стоимости долгового финансирования. Инвесторы учитывают присущие рынку в рамках его трансформации геополитические, макроэкономические, инфраструктурные риски, а также риски ликвидности и другие несистематические риски, ставшие характерными для компаний в новом рынке [103]. Важно также отметить неопределенность, которую создают такие специфические для рынка риски, приводящую к снижению достоверности прогнозных результатов и вероятности их достижения.

Учитывая изложенное, повышенная премия за риск инвестирования в акции является одним из основных факторов влияния на стоимость эмитентов, который актуален в данный момент для российского рынка и сильно зависит от структурных изменений в экономике [4]. При этом нельзя точно предсказать, когда данный фактор потеряет свою актуальность вследствие изменений на рынке и в экономике в целом.

Практика 2022-2024 г. демонстрирует, что восстановление экономики, лишение рынка иностранных инвесторов, а также практическое отсутствие возможности локальным инвесторам приобретать зарубежные ценные бумаги не позволило восстановить значение премии за риск инвестирования в акции в России к среднеисторическим уровням, поэтому можно предположить, что данный фактор имеет как минимум среднесрочный период влияния. С другой стороны, значительные изменения в денежно-кредитной политике и высокая волатильность рынка, которые приводят к регулярному изменению стоимости

акционерного капитала в достаточно широком диапазоне, указывают на переменный характер воздействия данного фактора.

Последствия локализации российского рынка акционерного капитала и изменения ландшафта инвесторов вследствие трансформации отечественной экономики после 2022 г. представляют собой еще один основной фактор влияния на алгоритм формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций. Данный фактор находит свое отражение в характеристиках отечественных институциональных инвесторов и в методологических изменениях при применении ими метода рынка капитала, который, как отмечено ранее, является ключевым для оценки при реализации сделок с акциями на публичном рынке.

Выборка институциональных инвесторов на отечественном рынке капитала при участии в публичных размещениях акций после 2022 г. сократилась и в настоящий момент состоит исключительно из российских инвестиционных фондов. Такое изменение повышает актуальность характеристик локальных институциональных инвесторов при участии в алгоритме формирования стоимости компаний:

- ограниченный опыт участия в публичных предложениях акций в качестве «лидеров мнений» в рамках алгоритма формирования стоимости компаний: до 2022 г. российские фонды принимали менее существенное участие в формировании позиции институциональных инвесторов в отношении оценки, уступая место иностранным инвестиционным фондам с большей экспертизой;

- ограниченное участие в публичных предложениях акций в целом: до 2022 г. лишь некоторые российские институциональные инвесторы регулярно проделывали полноценный анализ и принимали участие во всех этапах реализации сделок, что приводит к более низкому качеству обратной связи и вовлеченности в процесс;

- практическое отсутствие среди российских институциональных инвесторов «секторальных специалистов», а также менее обширные

аналитические платформы и относительно небольшое число отдельных команд с глубокой экспертизой по определенным отраслям экономики;

– ограниченность числа фондов на российском рынке оказывает влияние на степень диверсификации позиций при участии в алгоритме формирования стоимости между инвесторами, снижая объективность результатов оценки, а также существенно сокращая объем получаемой компаниями обратной связи от инвесторов.

Последствиями указанных характеристик российский инвестиционных фондов при участии в алгоритме формирования стоимости являются более консервативные результаты оценки и более сильная переговорная позиция по отношению к компаниям и продающим акционерам в рамках сделки, которая не подкреплена фундаментально.

С другой стороны, как отмечено ранее, метод рынка капитала – это ключевой метод оценки компаний при проведении размещения акций со стороны инвесторов, так как он позволяет рассматривать вложение в новую акцию с точки зрения альтернативы существующим инвестиционным возможностям. При этом трансформация российской экономики в части его локализации и изменении ландшафта инвесторов оказывает влияние на важный аспект методологии использования метода рынка капитала в рамках алгоритма формирования стоимости компаний.

Наличие инфраструктурных проблем, законодательных ограничений и прочих барьеров ограничивает возможность российских инвесторов вкладывать капитал в зарубежные ценные бумаги, а иностранных инвесторов – в отечественные бумаги. Такое ограничение привело к тому, что локальные инвесторы в рамках метода рынка капитала теперь используют исключительно выборку российских публичных компаний, в то время как при размещениях до 2022 г. обращались к расширенным выборкам аналогов, включающим иностранные компании из развивающихся и развитых рынков.

Практика использования инвесторами иностранных аналогов с учетом соответствующего странового дисконта представляла важность для целей

определения стоимости российских компаний в рамках размещений до 2022 г. сразу по нескольким ключевым причинам:

- представленность на иностранных биржах кратно большего числа эмитентов всех секторов и субсекторов экономики, что позволяет проводить сравнение с наиболее сопоставимыми компаниями;
- ограниченность выборки российских публичных эмитентов акций с явным перевесом среди наиболее ликвидных бумаг в сторону секторов добычи полезных ископаемых и финансов [60];
- формирование уровней относительной оценки стоимости компаний на международных рынках капитала крупнейшими глобальными институциональными инвесторами и секторальными специалистами;
- ограниченность перечня российских институциональных инвесторов, а также практическое отсутствие на отечественном рынке инвесторов, имеющих специализацию на определенных секторах;
- как правило, существенно более высокая ликвидность акций компаний на международных биржах, а также ограниченная ликвидность большинства бумаг на отечественных биржах, что делает уровень мультипликаторов локальных компаний менее репрезентативным.

Таким образом, до 2022 г. инвесторы применяли выборки иностранных аналогов с определенными допущениями и корректировками в рамках оценки локальных компаний на сделках потому, что они являлись инвестиционной альтернативой по отношению к возможности приобретения бумаг эмитента на размещении. Однако в настоящий момент инвестиция в иностранные сопоставимые аналоги уже не является равнозначной альтернативой для инвесторов. Соответственно, оценка стоимости российских компаний в рамках метода рынка капитала формируется только исходя из сравнения с другими локальными эмитентами аналогичного или смежных секторов.

Так, при реализации IPO ПАО «ВУШ Холдинг» подавляющее большинство аналитиков инвестиционных банков в качестве аналогов для оценки по методу рынка капитала отметили российские технологические

компаниям (Яндекс, VK, HeadHunter, Positive Technologies), полностью игнорируя иностранных прямых аналогов (таких как Marti, Bird и Helbiz). Однако российские сравнимые компании имеют совершенно иную бизнес-модель, что в итоге отрицательно отразилось на результатах сделки: инвестиционная стоимость компании на размещении предполагала существенный дисконт к мультипликаторам российских сравнимых аналогов, показатели которых находились значительно ниже, чем у зарубежных с учетом соответствующего странового дисконта.

Ограниченность выборки компаний-аналогов российскими публичными эмитентами для целей оценки по методу рынка капитала негативно влияет на алгоритм формирования стоимости в рамках размещений акций, снижая корректность результатов оценки, а также вынуждая идти на определенные компромиссы при анализе, которые приводят к занижению значения стоимости. Аналогичное воздействие на алгоритм формирования стоимости оказывает специфика российских инвесторов, которые в силу ограниченности, меньшего опыта, более скромных численностей команд, а также отсутствия секторальных специалистов склоняются к более консервативной оценке.

Выявленный фактор локализации российского рынка акционерного капитала и существенного изменения ландшафта потенциальных инвесторов однозначно имеет долгосрочный характер влияния на алгоритм формирования стоимости потенциальных эмитентов в силу своей прямой зависимости от соответствующих геополитических факторов и трансформации российской экономики после 2022 г. При этом из-за неопределенности по возможности возврата иностранных инвесторов и отсутствия ожиданий от участников рынка, включая фонды дружественных стран, и сроков возникновения потенциальных притоков зарубежного капитала, влияние данного фактора на алгоритм формирования стоимости компаний можно считать постоянным.

Другим основным фактором, влияющим на алгоритм формирования стоимости компаний при размещении акций в условиях трансформации экономики и частично определяющим давление на котировки российских

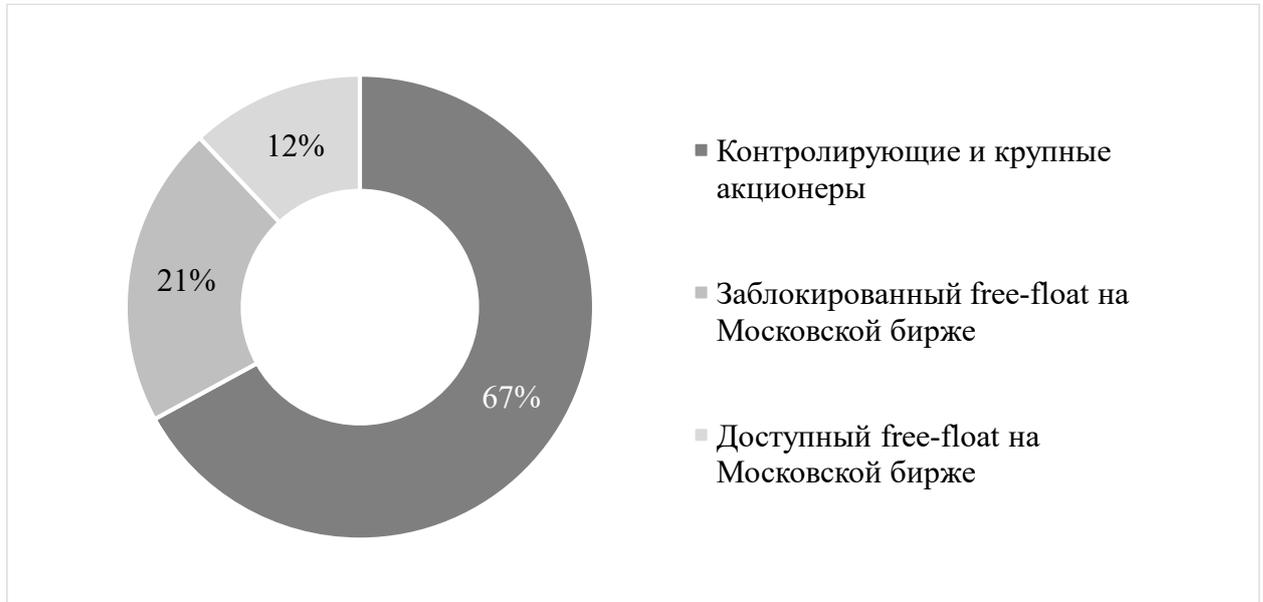
эмитентов, является ограниченность инфраструктуры рынка капитала и проведения расчетов. Данный фактор основан на следующих аспектах:

- ограничительные меры в отношении золотовалютных резервов России в результате введения санкций;
- блокировка иностранных активов российских инвесторов и всех выплат по ним в европейских депозитариях Euroclear и Clearstream, а также санкции в отношении Национального расчетного депозитария;
- запрет на исполнение российскими брокерами сделок по продаже ценных бумаг по поручению недружественных нерезидентов, то есть фактическая «заморозка» российских активов иностранных инвесторов;
- редомициляции квазироссийских иностранных компаний в российскую юрисдикцию и выпуск новых замещающих акций;
- разделение бизнесов с существенной выручкой от иностранных рынков на международный сегмент и российский сегмент, проведение обменов ценных бумаг для целей разделения, либо ликвидация сегментов;
- делистинг российских ценных бумаг с иностранных бирж, а также прекращение действия депозитарных программ на российские бумаги;
- прекращение расчетов с российскими финансовыми институтами, в том числе в части расчетов по ценным бумагам.

Представленные аспекты существенно ограничивают полноценное распоряжение ценными бумагами эмитентов с точки зрения инфраструктуры. Так, блокировка расчетов по акциям приводит к тому, что многие российские компании, которые структурировали холдинги в иностранных юрисдикциях, теперь сталкиваются с барьерами в полноценной деятельности, в том числе не могут осуществлять выплату дивидендов российским инвесторам. Такие ограничения представляют собой дополнительные значительные риски для инвесторов, что негативно отражается в оценке стоимости эмитентов.

Еще одним важным последствием таких инфраструктурных ограничений является «навес» как российских бумаг иностранных инвесторов, так и расконвертированных расписок и поток редомициляций в российскую

юрисдикцию. Совокупный объем акций в свободном обращении на Московской бирже составляет около 15,2 трлн рублей, при этом около двух третей бумаг от данного объема обособлено или заморожено в иностранных депозитариях, как представлено на рисунке 7.



Источник: составлено автором по материалам [31].

Рисунок 7 – Оценка структуры российского рынка акций после 2022 г.

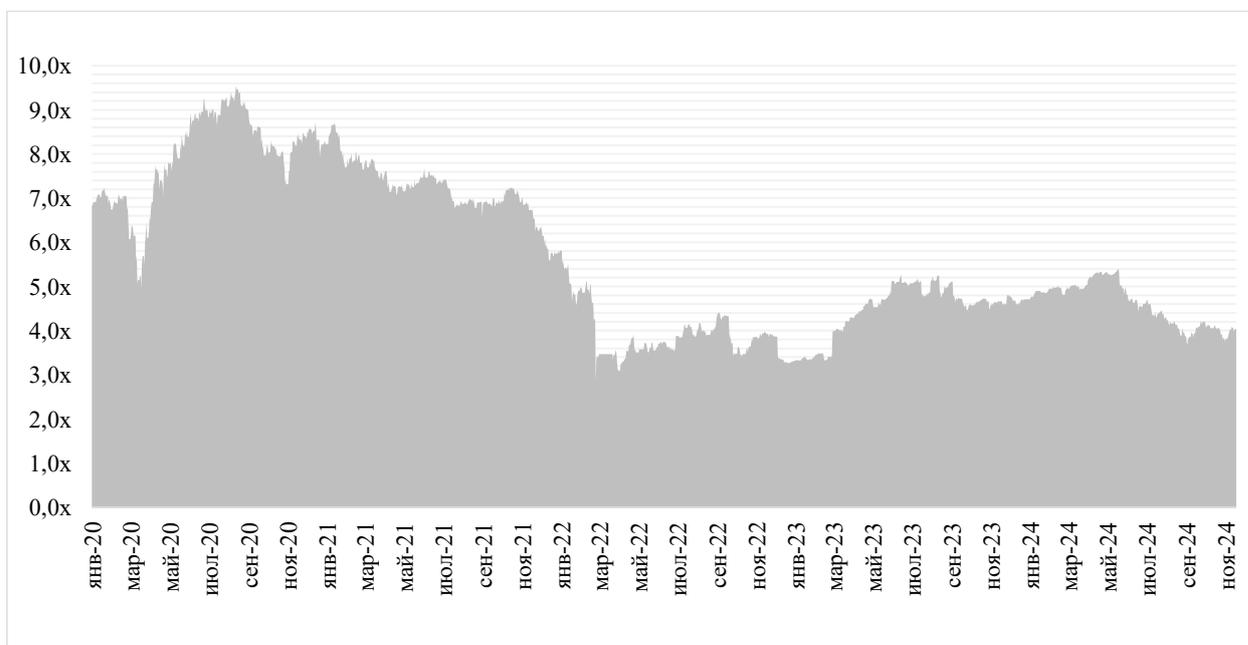
Реализация избыточного предложения отечественных акций на рынке может привести к существенному падению котировок на бирже, который по масштабам с учетом объемов может быть сопоставим с финансовым кризисом, что создает риски для долгосрочного роста российского рынка и уровней оценки стоимости отечественных эмитентов.

Таким образом, указанные инфраструктурные ограничения оказывают негативное влияние на уровни мультипликаторов российских публичных эмитентов, из которых состоят выборки аналогов при использовании метода рынка капитала локальными инвесторами в текущих условиях, что отрицательно сказывается на функционировании алгоритма формирования стоимости компаний при размещениях акций. Выявленный фактор имеет среднесрочный период действия с учетом постепенной разблокировки части активов [61], исходя из которой можно допустить полноценное взаимное

снятие ограничений в будущем. При этом наличие указанного ранее «навеса» бумаг делает такой фактор постоянным для эмитентов.

Значительное влияние установленных факторов и рисков на российский рынок акционерного капитала в рамках трансформации экономики привело к тому, что качественные отечественные публичные компании имеют крайне низкие значения оценки в терминах относительной стоимости бизнеса по сравнению со среднеисторическими значениями, а также по сравнению с международными аналогами как с развивающихся, так и с развитых рынков.

Так, среднее значение мультипликатора P/E эмитентов, входящих в индекс Московской биржи, капитализация которого составляет более 90% от всей капитализации российского рынка акционерного капитала, в четвертом квартале 2021 г. составило около 7,2х, в том время как в четвертом квартале 2022 г. опустилось до значения в 3,5х, а в начале 2022 г. опускалось и ниже 3,3х [31]. Несмотря на оптимистичные прогнозы аналитиков, значение P/E российских публичных компаний не восстановилось и во второй половине 2024 г., находясь в диапазоне 3,8-4,4х, что можно увидеть на рисунке 8.



Источник: составлено автором по материалам [30].

Рисунок 8 – Прогнозная динамика коэффициента P/E на следующие 12 месяцев российских публичных эмитентов акций, входящих в индекс Московской биржи

Это означает, что инвесторы могут приобрести акции крупнейших российских компаний, имеющих продолжительную историю развития в статусе публичного общества, гарантированную ликвидность с историческими показателями, обширное аналитическое покрытие [102], знакомый инвестиционному сообществу менеджмент и факторы привлекательности в целом, по крайне низким уровням оценки стоимости. Принимая во внимание тот факт, что в рамках публичных размещений акций инвесторами при оценке стоимости компаний в качестве основного рассматривается метод рынка капитала, позволяющий рассматривать акции нового эмитента в качестве альтернативы другим инвестиционным возможностям на рынке капитала, потенциальные эмитенты находятся в ограниченном положении, когда в процессе оценки их бизнес сравнивается с локальными аналогами.

При этом давление на уровни оценок российских компаний в условиях трансформации экономики, которое приводит к наличию существенного дисконта к рыночной стоимости, наблюдается как на публичном рынке, так и на частном рынке. Условия геополитической напряженности привели к массовым продажам российских активов иностранными инвесторами. Высокий уровень предложения, неопределенность, проблемы с расчетами, рост числа санкций и прочие риски стали катализатором существенных дисконтов к рыночной стоимости при осуществлении сделок. Такому положению дел способствовали и соответствующие решения Правительства Российской Федерации [24], которые закрепили право продажи активов с наличием соответствующего дисконта на уровне 50-60%.

Таким образом, сложившаяся ситуация на российском рынке акционерного капитала в процессе трансформации экономики, повлекшая давление на оценки публичных и частных локальных компаний, приводит к снижению значений их стоимости в рамках публичных предложений акций при использовании ключевого метода оценки среди инвесторов – метода рынка капитала, увеличивая значение дисконта к рыночной стоимости,

а также создавая для потенциальных российских фондов инвестиционные альтернативы к участию в публичных размещениях акций новых эмитентов.

Ограниченность инфраструктуры рынка капитала в условиях трансформации российской экономики, которая рассмотрена ранее, также стала импульсом образования дополнительных инвестиционных альтернатив. Появление и последующая реализация ограничений привели к образованию ситуаций, которые позволяли инвесторам приобретать ценные бумаги с существенными дисконтами, в том числе используя арбитражные стратегии в разных юрисдикциях.

Так, российские инвесторы активно приобретали ценные бумаги отечественных эмитентов в иностранных депозитариях с дисконтом выше 50% с целью реализовать их в России при появлении возможности, используя спекулятивную стратегию. С 2022 г. количество подобных инвестиционных альтернатив на рынке сокращается, однако они все еще присутствуют. Наличие подобных нерыночных возможностей обеспечения повышенной доходности приводит к росту ожидаемой доходности инвесторов от вложений в акции в рамках публичных размещений, что снижает оценку инвестиционной стоимости компаний в рамках сделок и приводит к росту дисконта к рыночной оценке стоимости.

Существование таких инвестиционных альтернатив на рынке ставит инвесторов в более сильную переговорную позицию в рамках алгоритма формирования стоимости на сделках с новыми эмитентами акций, а также снижает их интерес к локальным ценным бумагам. Данный фактор имеет краткосрочное влияние на алгоритм формирования стоимости ввиду систематического сокращения числа указанных альтернатив, при этом он оказывает переменное воздействие из-за наличия периодичности появления нерыночных инвестиционных возможностей, что делает его второстепенным по отношению к другим выявленным факторам.

С другой стороны, ограниченность инфраструктуры рынка капитала и блокировка более половины акций в свободном обращении российских

эмитентов предопределили другой фактор влияния на алгоритм формирования стоимости на размещениях акций – потенциал достижения достаточного уровня ликвидности [94]. Так, ликвидность на локальном рынке акций снизилась с конца 2021 г. на 50% до 66,3 млрд руб. в марте 2023 г. [59]. При этом важно отметить снижение вероятности достижения сопоставимой ликвидности новыми эмитентами после сделки в том числе за счет:

- наличия оттоков средств инвесторов из рынка акционерного капитала, в том числе в инструменты с фиксированной доходностью, что приводит к меньшему спросу в отношении акций новых эмитентов;
- ограниченности выборки российских институциональных инвесторов и их возможностей инвестировать капитал в небольшие сделки;
- отсутствия притоков средств от иностранных инвесторов из дружественных юрисдикций в российские размещения;
- отсутствия притоков от крупных российских институциональных инвесторов, включая негосударственные пенсионные фонды и прочих;
- превалирования розничных инвесторов в структуре торгов, которые обеспечивают объем, но ограничивают ликвидность с точки зрения наличия крупных и «умных» заявок;
- ограничений по размеру размещений из-за низкого уровня «глубины» рынка и отсутствия глобальных крупнейших инвесторов;
- необходимости существенного периода времени после проведения размещения для формирования устойчивой и полноценной базы инвесторов, которая осуществляет торги на вторичном рынке.

Таким образом, ограниченный потенциал достижения сопоставимой с текущими локальными компаниями-аналогами ликвидности повышает риски вложений для инвесторов в рамках размещений, что отрицательно сказывается на оценке компаний, приводя к росту дисконта к рыночной стоимости в рамках алгоритма формирования стоимости эмитентов. Данный фактор является постоянным и долгосрочным, так как напрямую связан с текущим функционированием рынка и ландшафтом инвесторов, при этом он

является второстепенным в отношении прочих факторов из-за более ограниченного влияния на алгоритм формирования стоимости компаний.

Вследствие трансформации отечественной экономики более существенное влияние на оценку стоимости существующих публичных компаний и новых эмитентов стал оказывать такой фактор как корпоративное управление: независимые члены совета директоров, соответствующие комитеты и положения, полноценное раскрытие информации и прозрачное по отношению к миноритарным акционерам управление, нацеленное на реализацию стратегии развития.

Последние годы значение данного фактора для компаний поступательно росло – в первую очередь среди публичных обществ. Корпоративное управление учитывается в оценке бизнеса как с использованием сравнительного подхода (мультипликаторы эмитента), так и доходного подхода с точки зрения определения специфического риска для при расчете ставки дисконтирования [96]. Однако на качество корпоративного управления российских компаний в новом рынке повлияли следующие аспекты:

- введение временных послаблений к требованиям от Банка России и Московской биржи в связи с геополитической напряженностью и введением санкционных ограничений от ряда государств;
- делистинг российских эмитентов с иностранных бирж, имеющих наиболее комплексные требования к корпоративному управлению, вследствие чего компании перестали следовать им;
- менее проработанные требования к корпоративному управлению отечественных бирж с меньшим контролем за исполнением и соответствующими последствиями за нарушения;
- непрозрачные структуры проведения обменов ценных бумаг, выкупов акций, а также разделений бизнесов и их соответствующих оценок стоимости, которые в полной мере не соблюдали интересы миноритарных инвесторов, а также часто были невыгодны для них;

– более ограниченные требования к корпоративному управлению компаний у локальных институциональных инвесторов, зачастую отсутствие закрепления требований в мандатах.

Указанные аспекты оказывают негативное влияние на уровень корпоративного управления российских публичных компаний и потенциальных эмитентов, что имеет свое отрицательное отражение в оценке стоимости. Ухудшение качества корпоративного управления сказывается на уровне закладываемых рисков инвесторами, что в свою очередь создает давление на рынке акционерного капитала, приводящее к снижению значений мультипликаторов, а также приводит к росту требуемой доходности и, соответственно, ставки дисконтирования.

Также на оценку компаний в рамках трансформации российской экономики оказывает влияние раскрытие информации эмитентами акций [95]. Транспарентность компаний перед инвестиционным сообществом не только отвечает лучшим практикам корпоративного управления, но и позволяет инвесторам проводить более предметный анализ, с большей достоверностью прогнозировать будущее развитие, а также взвешенно оценивать риски, что приводит к более объективной и корректной оценке стоимости бизнеса.

С 2022 г. значительное число отечественных эмитентов акций ограничивает объем раскрываемой информации из-за наличия санкционных рисков [23]. Перечень информации, которую компании не раскрывают или раскрывают в ограниченном объеме, содержит в себе внутренние нормативные и эмиссионные документы, сведения о совете директоров, менеджменте и акционерах, финансовые и операционные метрики, а также прочие существенные факты.

Сложившаяся практика приводит к асимметрии информации на рынке акционерного капитала, что в свою очередь ограничивает инвесторов в информации, которая необходима для принятия соответствующих решений, а также оценки рисков вложений в ценные бумаги. Следствием становится неопределенность, которая уменьшает горизонт прогнозирования и повышает

риски инвестиций, что находит отражение в повышении требуемой доходности, давлению на котировки эмитентов и снижению значений относительных оценок стоимости публичных компаний.

Таким образом, снижение качества корпоративного управления и уровня раскрытия информации приводит к росту дисконта к рыночной стоимости новых эмитентов, а также к снижению уровней мультипликаторов публичных российских эмитентов, составляющих базу для использования метода рынка капитала локальными институциональными инвесторами, что оказывает отрицательное влияние на результаты алгоритма формирования стоимости компаний при размещениях акций. Данный фактор имеет среднесрочный период влияния из-за постепенного роста требований к уровню корпоративного управления на рынке [43], при этом он является второстепенным по отношению к другим выявленным факторам из-за меньшего влияния на формирование стоимости эмитентов.

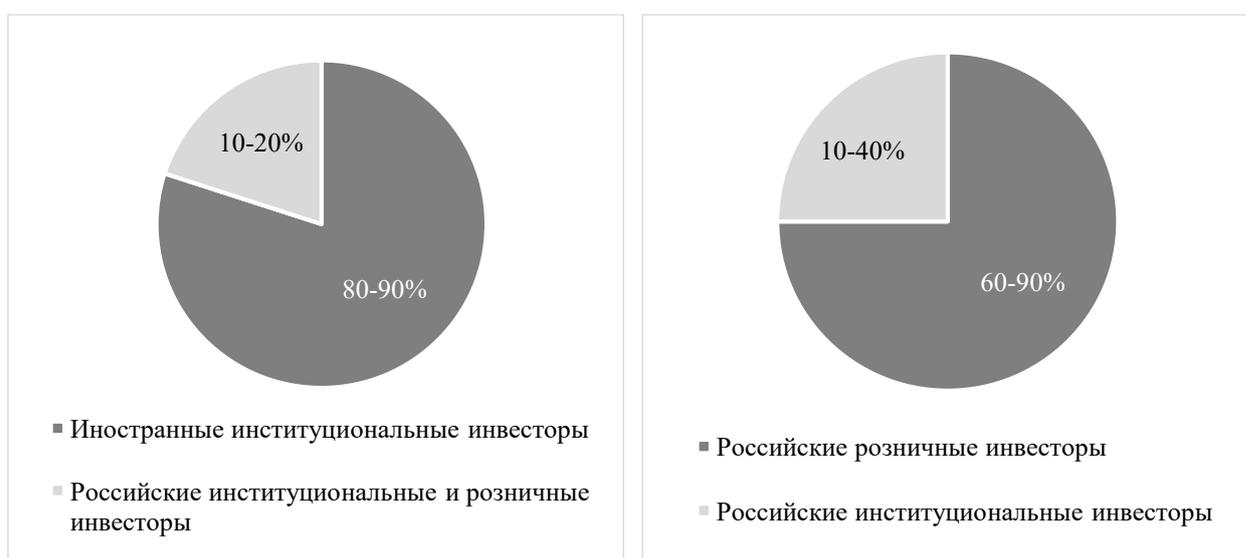
Выявленные факторы, которые оказывают наибольшее влияние на оценку компаний в рамках алгоритма формирования стоимости при публичных размещениях акций в условиях трансформации российской экономики, отличаются от существующих фрагментарных оценок отдельных факторов. Понимание и использование данных факторов эмитентами способствует комплексной и более точной оценке стоимости акционерного капитала, а также позволяет компаниям оптимально выстраивать стратегию позиционирования на сделке для максимизации стоимости.

Однако установленный фактор локализации российского рынка акционерного капитала оказывает существенное влияние на одну из ключевых сторон алгоритма формирования стоимости компаний – потенциальных инвесторов, – что может исказить его результаты. Поэтому далее в работе предлагается авторская классификация инвесторов, которая позволяет выделить ключевые группы, участие которых важно и необходимо для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости потенциальных эмитентов.

1.3 Классификация инвесторов на российском рынке акционерного капитала для целей формирования стоимости компаний в условиях трансформации экономики

Как установлено ранее, одна из ключевых сторон в рамках алгоритма формирования стоимости при публичных размещениях акций – это потенциальные инвесторы. Именно они являются «движущей силой» при определении и установлении инвестиционной стоимости компании в рамках сделки, а также во многом именно от них зависит реализуемость размещения. Ранее отмечено, что трансформация экономики оказала и оказывает существенное влияние на ландшафт инвесторов на российском рынке акционерного капитала, что в свою очередь оказывает значительное воздействие на функционирование алгоритма формирования стоимости.

Так, структура аллокаций на локальных размещениях акций после 2022 г. претерпела существенные изменения, приведенные на рисунке 9.



Источник: составлено автором по материалам [54].

Рисунок 9 – Сравнение структур аллокаций по типу инвесторов на российских публичных размещениях акций до и после 2022 г.

Также важно подчеркнуть разнообразие выборки иностранных институциональных инвесторов, которые вкладывали собственный капитал

в акции российских эмитентов в рамках публичных размещений акций до 2022 г. и составляли абсолютное большинство в структуре привлеченного спроса от инвесторов всех типов, существенно превышая спрос со стороны как розничных инвесторов, так и локальных инвестиционных фондов, которые, как правило, играли второстепенную роль и имели относительно ограниченный интерес к сделкам. На рисунке 10 представлена индикативная структура спроса со стороны инвесторов в рамках российских публичных размещений акций до начала трансформации отечественной экономики, которая также отражает географию ключевых инвестиционных фондов.



Источник: составлено автором по материалам [55].

Рисунок 10 – Индикативная структура спроса инвесторов в рамках российских публичных размещений акций до 2022 г. с международными участниками

Ключевыми переменными в источниках формирования спроса со стороны инвесторов, которые являются важным элементом функционирования алгоритма формирования стоимости, можно назвать следующие:

– отсутствие институциональных инвесторов из США, Великобритании и Европы, которые управляют наиболее существенным размером капитала на глобальном финансовом рынке и составляли подавляющее большинство среди участников отечественных публичных размещений акций до 2022 г.;

- отсутствие инвесторов из «дружественных» стран, которые являлись частыми участниками российских сделок, а также полное отсутствие иностранных инвесторов в целом;

- наличие институционального спроса исключительно от российских инвесторов, участие которых в сделках существенно возросло, при этом значительное снижение доли инвестиционных фондов в структуре общего спроса на размещениях;

- кратный рост розничных инвесторов в общей структуре спроса, по результатам которого он существенно превышает институциональный спрос от инвестиционных фондов, при этом представленность исключительно российских частных инвесторов;

- ограниченность общего числа инвесторов и соответствующего размера спроса с их стороны, который сконцентрирован только внутри российского рынка – отсутствие притоков зарубежного капитала.

Структура розничных инвесторов в настоящий момент состоит исключительно из локальных физических лиц, однако важно отметить, что до 2022 г. участие иностранных частных инвесторов являлось ограниченным как в объеме спроса, так и в количестве представляемых юрисдикций. При этом ни локальные, ни иностранные розничные инвесторы не принимали участие в алгоритме формирования стоимости [8] – ключевая роль в функционировании алгоритма отводилась иностранным инвестиционным фондам, как и на развитых рынках акционерного капитала [108].

Значение институциональных инвесторов, выборка которых ограничена исключительно локальными представителями, в основном раскрывается не в размере привлеченного спроса, а в его качестве и долгосрочном характере, а также в экспертизе и участии в алгоритме формирования стоимости компаний, поэтому такой спрос называется «умным».

Как отмечалось ранее, на смену международным инвестиционным группам, которые не только формировали основной спрос на публичных предложениях акций российских эмитентов, но и являлись «лидерами

мнений» при участии в алгоритме формирования стоимости в рамках сделок до 2022 г., выступили российские институциональные инвесторы, большинство из которых является или являлось частью крупнейших отечественных банковских групп. Таблица 2 выборочно демонстрирует ключевых институциональных инвесторов по участию в сделках российских эмитентов до и после начала трансформации отечественной экономики.

Таблица 2 – Перечни ключевых институциональных инвесторов по участию в российских публичных размещениях акций до и после 2022 г. (выборочно)

Ключевые институциональные инвесторы по участию в российских IPO до 2022 г. (выборочно)	Ключевые институциональные инвесторы по участию в российских IPO после 2022 г. (выборочно)
Amundi AM (Великобритания/Франция)	AAA УК (Россия)
Baring AM (Великобритания)	Альфа-Капитал УК (Россия)
BlackRock (США/Великобритания)	БКС УК (Россия)
Fidelity (Великобритания)	ВИМ Инвестиции (Россия)
Invesco Advisers (США/Великобритания)	Ингосстрах – Инвестиции УК (Россия)
J.P. Morgan AM (Великобритания)	Первая УК (Россия)
Pictet AM (Великобритания)	Райффайзен Капитал УК (Россия)
Schroder IM (Великобритания)	РСХБ Управление Активами (Россия)
Swedback Robur (Швеция)	РФПИ (Россия)
Wellington (США/Великобритания)	ТКБ Инвестмент Партнерс (Россия)

Источник: составлено автором по материалам [55].

Классификация институциональных инвесторов имеет важное значение для успешного проведения публичного размещения акций на рынке по нескольким ключевым причинам:

- для полноценного функционирования алгоритма формирования стоимости, в том числе для выделения ключевых инвесторов в целях получения обратной связи относительно оценки стоимости компаний;
- для достижения оптимальной аллокации и баланса книги заявок между различными типами инвесторов, что находит отражение в том числе в динамике на вторичных торгах бумагой, а также в ликвидности;

– для оценки размера потенциального спроса со стороны инвесторов, а также его качества, что позволяет заранее установить параметры публичного размещения акций.

В зависимости от размера компании, объема размещения, инвестиционной истории компании и прочих параметров перечень заинтересованных институциональных инвесторов может быть разным [99]. Каждый инвестиционный фонд следует своей собственной стратегии вложений в ценные бумаги, которая отличается от других. Поэтому выборку институциональных инвесторов, которая принимала участие в российских сделках до 2022 г., можно классифицировать по следующим ключевым критериям: стратегия инвестиций (мандат), характер инвестиционной декларации, происхождение, источники привлечения средств, география вложений, размер активов под управлением, наличие специализации и интерес к потенциальной сделке, как приведено в таблице 3.

Таблица 3 – Классификация по критериям институциональных инвесторов, принимавших участие в российских публичных размещениях акций до 2022 г.

Критерий	Классификация	Комментарий
1	2	3
Стратегия инвестиций	Долгосрочные инвесторы	Фундаментальные стратегии на долгосрочном горизонте, фокус на относительную доходность
	Краткосрочные инвесторы	Краткосрочный горизонт, абсолютная доходность, короткие позиции: например, хедж-фонды
Инвестиционная декларация	Гибкая	Широкая, максимальный спектр инструментов и свобода действий
	Ограниченная	Высокие требования к рискам, горизонту инвестиций и пр.
Происхождение (юрисдикция) инвестора	США	География ключевых фондов, инвестировавших в акции российских компаний в рамках публичных размещений до 2022 г.: по размеру капитала, вложенного инвесторами на соответствующих отечественных сделках, и на вторичных торгах
	Великобритания	
	Континентальная Европа	
	Российская Федерация	
	Прочие страны	

Продолжение таблицы 3

1	2	3
Источник средств	Пенсионные фонды	Пенсионные резервы и накопления населения (физических лиц)
	Страховые фонды	Резервы страховых компаний, в особенности страхование жизни
	Паевые фонды и ДУ	Средства клиентов: юридические и физические лица
	Суверенные фонды	Управление государственными сбережениями
	Семейные офисы	Управление средствами состоятельных бенефициаров
	Средства банков	Собственные позиции банков, покупка бумаг на баланс в рамках лимитов
	Эндаументы и прочие	Средства некоммерческих и благотворительных организаций
География инвестиций	Глобальный рынок	География эмитентов, на которых специализируются инвесторы: от наиболее гибкий, ориентированных на глобальный рынок, до локальных, рассматривающих инвестиции исключительно в нескольких странах
	Развивающиеся страны	
	Российская Федерация и СНГ	
Размер активов	Крупные фонды	Размер активов фонда влияет на критерии по размеру эмитентов, объему сделки и уровню ликвидности на вторичном рынке
	Небольшие фонды	
Специализация	Отраслевые фонды	Наличие или отсутствие фокуса на бумагах определенного сектора экономики (или ограниченного)
	Фонды без специализации	
Интерес к сделке	Класс 1	В зависимости от проявленного интереса, детальности анализа, обратной связи по оценке, наличия ранних индикаций по участию, размера активов под управлением, стратегии инвестирования и активности торговли после сделки
	Класс 2	
	Класс 3	
	Класс 4	

Источник: составлено автором по материалам [14; 19; 54; 55].

С учетом сокращения перечня институциональных инвесторов на российском рынке акционерного капитала, в результате которого он в настоящий момент состоит исключительно из локальным фондов, часть критериев представленной классификации является менее актуальной: происхождение инвестора, география инвестиций, наличие специализации.

Видоизменение ландшафта инвесторов на рынке делает вопрос участия инвестиционных фондов в сделках, а также вклада в алгоритм формирования стоимости компаний, одним из наиболее приоритетных.

Именно поэтому в исследовании предложена новая классификация выборки институциональных инвесторов на российском рынке, фокусом которой является влияние на функционирование алгоритма формирования стоимости компаний, которая включает в себя следующие характеристики инвестиционных фондов и представлена в рамках таблицы 4:

- структура инвесторов по стратегии осуществления вложений средств и характеру инвестиционной декларации, где особую важность в части алгоритма формирования стоимости эмитентов представляют инвестиционные фонды с долгосрочными стратегиями инвестиций средств и опорой на фундаментальный анализ бизнеса;

- наличие собственных опытных аналитических команд (платформ), а также использование нескольких методов оценки стоимости компаний и подготовка собственных финансовых моделей, что имеет существенное значение для целей повышения точности и объективности алгоритма формирования стоимости потенциальных эмитентов, а также предоставления более качественной и предметной обратной связи компаниям как до публичного объявления о сделке, так и в рамках обучающих встреч с независимыми аналитиками и сбора книги заявок;

- участие во встречах с потенциальными эмитентами до и после публичного объявления о намерении провести сделку, участие в обучающих встречах с независимыми аналитиками брокеров, полноценный анализ и регулярное предоставление детальной и предметной обратной связи компаниям по результатам проведенных встреч и полученных материалов, что обеспечивает полноценное участие в алгоритме формирования стоимости на всех его этапах;

- предоставление ранних индикаций по возможному участию в потенциальном публичном размещении акций, а также чувствительность

к оценке стоимости компании, что позволяет верифицировать обратную связь и вовлеченность институциональных инвесторов в рамках алгоритма формирования стоимости эмитентов, оценить силу переговорной позиции определенного инвестиционного фонда, а также определить наличие спекулятивной составляющей (стратегии) при участии в сделке, установив потенциальный размер качественного для сделки спроса.

Таблица 4 – Предложенная авторская классификация институциональных инвесторов, участвующих в размещениях акций на российском рынке акционерного капитала

Группа инвесторов	Описание соответствующей группы институциональных инвесторов
1	2
Инвесторы первой категории (Tier I)	<p>Российские управляющие компании с наибольшими активами под управлением (паевые фонды и доверительное управление), включая средства розничных и корпоративных клиентов, а также пенсионные и страховые средства</p> <p>Следуют долгосрочным стратегиям инвестирования с опорой на фундаментальный анализ, имеют ограниченные мандаты на инвестиции с высокими требованиями к активам и структуре потенциальной сделки (размер, сектор и прочее)</p> <p>Располагают собственными аналитическими командами, а также участвуют на всех этапах реализации сделки, включая встречи с эмитентами и их анализ до публичного запуска</p> <p>Используют несколько методов оценки стоимости компаний, в том числе подготавливают собственные финансовые модели и готовят свой взгляд на прогнозы ключевых показателей</p> <p>Наиболее чувствительны к оценке стоимости компаний, предоставляют предметную и обширную обратную связь, в том числе ранние индикации по вероятности и размеру участия в размещении</p>
Инвесторы второй категории (Tier II)	<p>Российские управляющие компании, а также крупные частные инвестиционные фонды, включая хедж-фонды и некоторые семейные офисы, инвестирующие капитал собственных бенефициаров</p> <p>Следуют как долгосрочным, так и другим стратегиям инвестирования, при этом не всегда имеют ограниченные мандаты на инвестиции – больше гибкости в процессе принятия решений о вложении средств</p> <p>Как правило, принимают участие в различных этапах реализации сделки и встречах с компаниями до публичного запуска, однако имеют ограниченные аналитические команды</p>

Продолжение таблицы 4

1	2
Инвесторы второй категории (Tier II)	<p>Чаще всего ориентируются на метод рынка капитала при оценке стоимости компаний, собственные финансовые модели в большинстве не готовят</p> <p>Чувствительны к оценке стоимости, предоставляют обратную связь по итогам анализа и встреч с компаниями, а также могут предоставлять ранние индикации по участию в сделке</p>
Инвесторы третьей категории (Tier III)	<p>Небольшие российские управляющие компании и частные фонды, включая «хедж-фонды, а также семейные офисы и собственные позиции финансовых институтов» [54]</p> <p>«Как правило, следуют смешанным стратегиям инвестирования, зачастую ориентируются на короткий горизонт вложений капитала» [54], имеют наибольшую гибкость в части инвестиционной декларации</p> <p>Не принимают участие в непубличных этапах реализации сделки, имеют ограниченные аналитические команды</p> <p>Чаще всего ориентируются на метод рынка капитала в оценке стоимости компаний, не готовят собственные финансовые модели, отдают приоритет абсолютной доходности вложений</p> <p>Менее чувствительны к оценке стоимости эмитентов, чаще всего принимают решение об участии основываясь на публичной информации после объявления о сделке, довольно редко предоставляют индикации по участию до запуска</p>

Источник: составлено автором.

Предложенная классификация российских институциональных инвесторов позволяет сделать вывод о наиболее важных группах инвестиционных фондов для участия в алгоритме формирования стоимости, от которых зависит его оптимальное функционирование в рамках локальных сделок. Таким образом, наибольшее значение для публичного размещения представляет участие в алгоритме формирования стоимости инвесторов первой категории, в то время как участие инвесторов второй категории является важным для подтверждения и финализации позиции фондов, а участие инвесторов третьей категории в большей степени представляет ценность с точки зрения диверсификации.

Доминирование розничных инвесторов в структуре спроса на современных публичных размещениях и в объемах торгов на вторичном рынке повышает их значение для проведения успешной локальной сделки. Индивидуальные инвесторы осуществляют приобретение и реализацию акций посредством брокеров, при этом принимают решение самостоятельно, в то время как институциональные инвесторы управляют средствами клиентов и, по своей сути, являются некоторым посредником, на котором сконцентрированы компетенции и центр принятия решений. Другими ключевыми различиями между данными типами инвесторов являются [117]:

- управление активами является профессиональной деятельностью для фондов, однако непрофильной деятельностью для частных инвесторов;
- институциональные инвесторы принимают решение на базе глубокого анализа и фундаментального подхода, тогда как розничные инвесторы не имеют достаточного количества ресурсов и компетенций для регулярного проведения анализа компаний;
- частные инвесторы представляют собой неоднородную группу, на решение которой влияет большее число аспектов, включая эмоциональный фактор, что приводит к более высокому уровню непредсказуемости поведения при принятии решений об инвестировании;
- асимметрия информации: институциональные инвесторы имеют доступ к большему объему информации о компаниях по сравнению с розничными, в том числе в рамках публичных размещений акций, а также качественно другой уровень доступа к рыночной информации;
- наличие системного подхода к рискам у инвестиционных фондов по сравнению с розничными инвесторами, у которых отсутствует полноценный риск-менеджмент при принятии решений.

До 2022 г. лишь часть российских публичных размещений акций предполагала возможность участия в сделке розничных инвесторов, а регулярное участие частных инвесторов имело место быть только в отечественных сделках 2020-2021 гг.: например, сделки Совкомфлота,

Самолета, Ozon, Fix Price, Segezha Group и так далее. Практика данных размещений показала, что глубина розничного спроса на рынке существенно возросла, а подтверждением стало IPO ПАО «СПБ Биржа»: сообщалось, что спрос со стороны розничных инвесторов достиг 500 млн долл. США и они получили преимущественную аллокацию [58].

Несмотря на это, розничные инвесторы составляли меньшинство в структуре спроса, получая ограниченную аллокацию, а ключевой целью для компаний при их привлечении являлась возможность обеспечить более высокий уровень ликвидности бумаг на вторичном рынке. Второстепенная роль индивидуальных инвесторов обусловила факт отсутствия необходимости их классификации – в рамках размещений данную группу инвесторов никак не разделяли и воспринимали как единую.

В настоящий момент физические лица являются крупнейшей группой инвесторов-держателей акций на Московской бирже с доминирующей позицией в объеме торгов – таким образом, именно потоки частных инвесторов сегодня в большинстве определяют котировки бумаг на рынке. Такое положение розничных инвесторов вынуждает пересмотреть их роль в реализации публичных размещений акций, а также изменить подход к их рассмотрению в сторону отличающихся друг от друга групп, а не единой неоднородной группы.

Для определения возможности участия в алгоритме формирования стоимости компаний и особенностей процесса формирования позиции к оценке при участии в публичных размещениях акций, предложена авторская классификация розничных инвесторов в рамках таблицы 5, которая основывается на следующих характерных аспектах:

– размер активов под управлением и наличие доступа к информации и подробным аналитическим материалам по эмитентам, а также к экспертизе профессиональных участников рынка ценных бумаг, что делает анализ и соответствующую позицию инвесторов в рамках алгоритма формирования стоимости компаний более проработанной, взвешенной и обоснованной;

- центр принятия решений об осуществлении инвестиций, а также наличие и перечень вспомогательных для решений ориентиров, что позволяет определить уровень компетенций при формировании позиции в рамках алгоритма формирования стоимости компаний;
- стратегии осуществления вложений средств и активность в торговле на вторичном рынке после сделки, а также средний потенциальный размер заявок в рамках размещений, что позволяет оценить потенциальный размер спроса и силу переговорной позиции инвесторов в рамках алгоритма формирования стоимости компаний;
- чувствительность к оценке стоимости компаний [54], в том числе исходя из представленной ранее информации [111].

Таблица 5 – Предложенная авторская классификация розничных инвесторов, участвующих в размещениях акций на российском рынке акционерного капитала

Группа инвесторов	Описание соответствующей группы розничных инвесторов
1	2
Инвесторы первой категории (Tier I)	<p>Наиболее состоятельные розничные инвесторы с размером активов под управлением от 60-100 млн руб. (Private Banking), при этом верхняя граница не ограничена</p> <p>Как правило, делегируют решение об инвестициях внутреннему или внешнему консультантам, которые являются компетентными и профессиональными участниками рынка ценных бумаг с соответствующим опытом и доступом к детальным аналитическим материалам</p> <p>Придерживаются преимущественно долгосрочных стратегий инвестиций, характеризуются консервативным профилем и низкой активностью в торгах бумагами на вторичном рынке</p> <p>Высокая чувствительность к оценке стоимости компаний, размер заявок сопоставим с заявками институциональных инвесторов, выборочный подход к сделкам</p>
Инвесторы второй категории (Tier II)	<p>Состоятельные розничные инвесторы с размером активов под управлением от 10-15 млн руб. и до 60-100 млн руб.</p> <p>Самостоятельно принимают решение об инвестициях, однако могут советоваться с персональными менеджерами или учитывать мнение инфлюенсеров, а также опираются на более предметные и подробные аналитические материалы</p>

Продолжение таблицы 5

1	2
Инвесторы второй категории (Tier II)	<p>Используют смешанные стратегии инвестиций с уклоном на долгосрочные вложения, характеризуются умеренной активностью в торгах бумагами на вторичном рынке</p> <p>Достаточно активные участники размещений с умеренной чувствительностью к оценке стоимости компаний на сделках, размер заявки может достигать размера всего портфеля</p>
Инвесторы третьей категории (Tier III)	<p>Массовый сегмент состоятельных розничных инвесторов с размером активов от 2-3 млн руб. и до 10-15 млн руб.</p> <p>Самостоятельно принимают решение об инвестициях опираясь на массовые аналитические материалы и мнения инфлюенсеров, а также рекомендации инвестиционных советников низшего звена (массовых каналов)</p> <p>Используют смешанные стратегии инвестиций, в том числе спекулятивные, а также активно торгуют на вторичном рынке</p> <p>Частые участники размещений акций с незначительной чувствительностью к оценке стоимости компаний на сделках и относительно небольшими заявками</p>
Инвесторы четвертой категории (Tier IV)	<p>Наиболее многочисленный сегмент розничных инвесторов «с размером активом под управлением до 1-2 млн руб.</p> <p>Самостоятельно принимают решение об инвестициях опираясь на массовые аналитические материалы и мнение инфлюенсеров, а также определяют общее настроение на ключевых профильных инвестиционных площадках» [54]</p> <p>Чаще всего используют спекулятивные стратегии инвестиций, активнее всех торгуют на вторичном рынке</p> <p>Частые участники размещений с небольшими заявками, наименее чувствительны к оценке стоимости компаний на сделках с маленькими заявками</p>

Источник: составлено автором.

Предложенная авторская классификация позволяет сделать вывод о том, что установленные группы розничных инвесторов имеют разные инвестиционные стратегии, чувствительность к оценке стоимости компаний при размещениях, а также разные уровни компетенций при принятии решений, соответственно могут оказывать различное влияние на алгоритм формирования стоимости. При этом с ростом размера капитала инвестиционное поведение розничных инвесторов становится ближе

к институциональным, основываясь на фундаментальных показателях, что делает возможность их участия в алгоритме формирования стоимости компаний более высокой [101].

Таким образом, предложенная авторская классификация инвесторов на российском рынке акционерного капитала в условиях изменений в ландшафте инвесторов и трансформации экономики позволяет установить ключевые группы инвесторов, участие которых имеет наиболее важное значение для оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости в рамках публичных предложений акций локальными эмитентами.

Трансформация российской экономики после 2022 г. оказывает существенное влияние на формирование стоимости российских эмитентов при использовании инструментов публичного привлечения акционерного капитала, что стало основанием для проведения исследования и выявления факторов, в наибольшей степени оказывающих влияние на формирование стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в современных условиях отечественного рынка капитала.

При этом один из ключевых факторов, локализация российского рынка акционерного капитала и новая специфика ландшафта инвесторов, оказывает непосредственное влияние на одну из сторон финансово-экономических отношений по формированию стоимости эмитентов – потенциальных инвесторов. Данное обстоятельство обусловило разработку предложенной авторской классификации инвесторов на рынке капитала, позволяющей осуществлять их приоритизацию для формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций.

Далее в работе проведено исследование влияния участия в формировании стоимости компаний различных типов и выделенных категорий инвесторов, что позволит сделать обоснованные выводы и выдвинуть рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости в рамках публичных размещений акций на российском рынке.

Глава 2

Алгоритм формирования стоимости компаний при использовании приоритетных инструментов публичного привлечения акционерного капитала

2.1 Выявление приоритетных инструментов публичного привлечения акционерного капитала в России в текущих условиях

Ранее в исследовании систематизированы подходы к определению всех ключевых инструментов публичного привлечения акционерного капитала и предложены определения соответствующих понятий для целей использования в исследовании. Опираясь на них, в данном параграфе работы будет проведен анализ применимости рассматриваемых инструментов на российском рынке акционерного капитала в условиях трансформации экономики с целью выделения приоритетных.

В настоящее время в международной практике наиболее распространенным инструментом публичного привлечения акционерного капитала является IPO. Данный инструмент обладает продолжительной историей развития и становления и по праву считается наиболее классическим и оптимальным для компаний. Альтернативный инструмент – SPAC – сегодня можно назвать вторым по популярности инструментом в мире, что диктуется двумя ключевыми факторами: во-первых, инструмент получил широкое распространение лишь в последние несколько лет, когда его структура подверглась модификации, а во-вторых, такое распространение получено на крупнейшем рынке акционерного капитала в мире – рынке США.

Инструменты DPO и Spin-off используются потенциальными эмитентами реже по сравнению с IPO и SPAC по различным причинам. Прямой листинг обрел новый виток распространения лишь несколько лет назад, когда использовался рядом крупных компаний вместо IPO, в том числе сделки Spotify, Slack, Palantir, Coinbase и другие [66], и даже в настоящий

момент его структура активно модернизируется. Сделки Spin-off же обладают некоторыми ограничениями, которые делают такой инструмент актуальным для меньшинства потенциальных эмитентов.

Российская практика до 2022 г. в некотором смысле больше похожа на европейскую, а не американскую: IPO являлся наиболее распространенным и привычным инструментом для компаний, при этом SPAC и DPO, которые уже набирали популярность на рынке США, еще не являлись в достаточной степени распространенными и изученными, а на отечественном рынке наблюдались лишь первые «пробные» размещения. Инструмент Spin-off использовался локальными компаниями, но достаточно редко, что связано не только с его особенностями, но и с ограниченным числом эмитентов акций на российском рынке акционерного капитала.

Трансформация российского рынка в 2022 г. привела к необходимости пересмотра как перечня наиболее релевантных инструментов публичного привлечения акционерного капитала отечественными эмитентами, так и структуры их реализации в новых условиях [99]. Перед российскими частными компаниями встал важный вопрос – с помощью каких инструментов в условиях трансформации рынка акционерного капитала в России можно привлечь финансирование, получив публичный статус?

Без всяких сомнений, российская практика последних 25 лет, которая в своем подавляющем большинстве базируется на использовании компаниями IPO [70], является наиболее объективным основанием для рассмотрения данного инструмента как одного из ключевых в рамках нового рынка. Данный инструмент является наиболее знакомым и прозрачным как для компаний, так и для инвесторов различных типов, а также для регулятора и прочих участников процесса, в том числе в лице консультантов. Более того, важно отметить, что прочие инструменты привлечения акционерного капитала так или иначе создавались в качестве альтернативы IPO [132], а потому обладают определенным числом схожих элементов.

Первичное публичное предложение акций позволяет как привлечь капитал компании путем выпуска новых акций, так и монетизировать долю владения текущими акционерами, позволив компании получить публичный статус. С точки зрения привлечения капитала IPO – это наиболее очевидный и гибкий инструмент по сравнению с другими, в том числе потому, что структура сделки позволяет получить определенные гарантии по размеру привлеченных средств до ее закрытия. Данная особенность инструмента является крайне важной в условиях изменения отечественного рынка, когда привлечение капитала все еще является ключевой целью для компаний и акционеров, а ландшафт инвесторов претерпел существенные изменения.

Структура IPO предполагает наиболее комплексную и полноценную проверку компаний (Due Diligence): как с точки зрения регуляторных требований, так и с точки зрения ожиданий инвесторов и самого процесса, который сопровождают различные консультанты и инвестиционные банки [113]. С одной стороны, такой высокий уровень требований делает использование IPO дороже, а также повышает барьеры для его использования. С другой стороны, такой уровень Due Diligence способствует тому, что данный инструмент используют качественные и подготовленные компании, готовые к проведению сделки. Тем не менее, такая проверка крайне важна в условиях текущего российского рынка, когда большая часть международных требований стала неактуальной, на рынке стали появляться компании меньшего размера, а среди инвесторов стали преобладать физические лица.

Исторически доминирующее положение IPO на российском рынке акционерного капитала по сравнению с другими инструментами обусловило еще одно его преимущество – наибольшую прозрачность функционирования, в том числе с точки зрения регуляторных требований и наличия необходимой инфраструктуры. Несмотря на то, что IPO – это один из наиболее сложных инструментов привлечения капитала, его распространенность стала причиной образования большого количества практик применения на различных рынках. Без сомнений, существенные изменения российского рынка в 2022 г. привели

к необходимости совершенствования отечественной практики использования IPO, однако для этого есть вся необходимая законодательная база и инфраструктура рынка, в том числе опыт Московской биржи, локальных инвестиционных банков и брокеров.

Значительное изменение ландшафта инвесторов, принимающих участие в первичных размещениях, в сторону отечественных физических лиц, а также полное отсутствие международных институциональных инвесторов оказали негативное влияние на алгоритм формирования стоимости компаний в рамках реализации IPO. Тем не менее, алгоритм формирования стоимости компаний при использовании инструмента IPO все еще является более прозрачным, нежели при использовании альтернативных инструментов. Тому способствует четко определенная последовательность формирования переговорных позиций в отношении оценки, которая призвана привести к наиболее объективным результатам, а также знакомая всем участникам рынка.

Без всяких сомнений, инструмент IPO имеет и ряд минусов, последствия которых для компаний в условиях «нового рынка» лишь усиливаются. Важно отметить высокую зависимость от рыночной конъюнктуры [114], что является следствием более прозрачного алгоритма формирования стоимости компаний, а также гибкости в части типа и размера привлеченного капитала. Данная характеристика IPO делает его использование ограниченным в периоды возрастания волатильности рынка, которые стали частым явлением после 2022 г. Также немаловажным являются высокая стоимость инструмента для компаний, особенно в условиях снижения среднего размера сделок, сложность и трудоемкость реализации, а также существенный срок подготовки.

Несмотря на наличие недостатков, положительные характеристики IPO делают его в настоящий момент ключевым инструментом публичного привлечения акционерного капитала в России и наиболее перспективным инструментом для использования компаниями в новой экономической действительности, который важно развивать для полного соответствия запросам отечественного рынка в его текущем виде.

Инструмент SPAC в последние годы в международной практике является наиболее распространенной альтернативной IPO. Свою популярность среди компаний он получил за ряд отличительных преимуществ по сравнению с другими инструментами:

- реализация сделки с использованием SPAC считается более вероятной в периоды волатильности на фондовом рынке, когда использование IPO является затруднительным: на последнем этапе реализации SPAC представляет собой слияние технической компании с операционной, что делает его менее зависимым от рыночной конъюнктуры;

- использование SPAC для компаний – это возможность привлечь акционерный капитал и получить «публичный» статус в более короткие сроки, при этом затраты на проведение сделки окажутся ниже. Такая структура позволяет менеджменту эмитента уделять в среднем меньше времени сделке, сократив периоды отвлечения от операционных задач;

- спонсоры SPAC-компаний, как правило, это авторитетные менеджеры с большим секторальным опытом – после сделки они могут остаться в компании и оказывать соответствующую поддержку;

- алгоритм формирования стоимости компании-цели базируется на переговорах между спонсорами и ее акционерами, в то время как аналогичный процесс на IPO представляет собой более сложную последовательность действий с большим количеством участников;

- практика показывает, что инвестиционная оценка компаний институциональными инвесторами в рамках IPO дает более низкие результаты, нежели оценка сторонами при использовании инструмента SPAC. Таким образом, сделки совершаются с разным уровнем дисконта к рыночной стоимости компаний.

Отличительные преимущества SPAC обуславливают специфические недостатки данного инструмента. Одним из наиболее очевидных препятствий для использования российскими компаниями инструмента SPAC является

несовершенство законодательства, в котором в целом отсутствуют понятия «варрант» и «юнит» [27].

Альтернативным подходом может служить замена юнитов на российские паи, либо подготовка структуры сделки с их отсутствием – акции и варранты будут обращаться на бирже отдельно друг от друга. При этом проблему в части классификации варрантов решить куда сложнее, а их отсутствие значительно снижает инвестиционную привлекательность сделки для потенциальных инвесторов и создает сложности при операциях на стороне Национального расчетного депозитария (НРД) и брокеров.

Указанные проблемы актуальны и в части регистрации различных классов ценных бумаг в Банке России, установления моратория на продажу (lock-up) спонсорских акций и их варрантов, а также открытых вопросов налоговых последствий при работе с юнитами и варрантами. Смежная проблема использования инструмента SPAC связана с инфраструктурой участников российского фондового рынка, системы которых не могут учитывать дробные ценные бумаги: как правило, варранты имеют покрытие на $1/4$, $1/3$, $1/2$, $3/4$ и так далее. Таким образом, полноценное использование инструмента невозможно без модификации внутренней инфраструктуры участников рынка.

Отсутствие законодательной базы и необходимой инфраструктуры для использования SPAC – это проблемы, с которыми столкнулись многие страны, в том числе европейские. Одним из оперативных и эффективных решений, которое в том числе использовалось российскими компаниями, приведенными в таблице 6, является «немецкая модель развития SPAC», в рамках которой проектные компании создаются и структурируются в других странах, после чего получают листинг на отечественной площадке.

Однако ни на одной российской бирже нет SPAC-компаний, а текущая действительность и существующие ограничения локального рынка делают невозможным использование модели развития, предполагающей использование зарубежной, преимущественно западной, инфраструктуры.

Таблица 6 – Перечень сделок IPO компаний-SPAC, инициаторами и спонсорами которых выступили предприниматели из России и СНГ

Дата	Тикер	Компания	Размер сделки, млн долл. США	Биржа
08.12.2021	HORIU	Emerging Markets Horizon Corp.	288	Nasdaq
02.09.2021	OXUSU	Oxus Acquisition Corp.	173	Nasdaq
17.02.2021	KIIIU	Kismet Acquisition Three Corp.	288	Nasdaq
17.02.2021	KAIIU	Kismet Acquisition Two Corp.	230	Nasdaq
05.08.2020	KSMTU	Kismet Acquisition One Corp.	250	Nasdaq

Источник: составлено автором по материалам [69].

В рамках структуры реализации SPAC инвесторы имеют право предъявлять свои акции к выкупу – реализация такого права большим количеством инвесторов приводит к существенному снижению ликвидности бумаг эмитента. Такая негативная особенность данного инструмента лишь усиливает свое значение на российском рынке в новой экономической действительности, в рамках которого ликвидность бумаг в среднем ощутимо ниже, нежели до 2022 г., при этом обеспечена она теперь не институциональными инвесторами, а физическими лицами.

Также важно отметить, что в случае значительного выкупа акций, инвестиционная привлекательность для участников рынка снижается, что создает трудности для привлечения других инвесторов. Реакцию институциональных инвесторов на подобные явления в рамках сделок SPAC в целом можно назвать относительно негативной, однако предсказуемой, взвешенной и основанной на собственном полноценном анализе. При этом реакция розничных инвесторов, преобладающих на российском рынке в настоящее время, может иметь более непредсказуемый характер, а эмоциональная составляющая инвестиционных решений может преобладать над аналитическими выводами, что приведет к большей вероятности появления «цепной реакции» по выкупу бумаг и последующей отмене сделки.

Среди последствий данной особенности структуры SPAC в том числе необходимо выделить существующую неопределенность по размеру привлечения капитала. Предъявление значительного числа ценных бумаг к выкупу и отсутствие заинтересованных инвесторов даже при дополнительном частном раунде инвестиций, от английского «Private Investments in Public Company» или «PIPE»), не позволит эмитенту привлечь необходимый размер финансирования. Таким образом, SPAC характеризуется меньшей гибкостью в части привлечения капитала, что усложняет его использование компаниями на локальном рынке, который в настоящий момент характеризуется неопределенностью в отношении «глубины» спроса от инвесторов.

В рамках сделок SPAC проектные компании получают листинг на бирже в моменте, когда у них нет операционных активов, что является причиной меньших регуляторных требований. В рамках листинга проводится Due Diligence компании-оболочки, и лишь после – проверка эмитента, но уже не в рамках регламентированного процесса, что повышает вероятность сокрытия существенных фактов и мошенничества. Однако полноценная проверка компаний в текущих условиях отечественного рынка крайне важна, ведь размер бизнеса новых локальных эмитентов, как правило, меньше, чем ранее, а на сделках преобладает спрос от розничных инвесторов.

Сложная структура SPAC обуславливает и тот факт, что не все институциональные инвесторы имеют мандат на инвестиции в рамках такого инструмента. На западных рынках капитала инвестиционные фонды стали создавать отдельные команды со специализацией на SPAC. Впоследствии практика сложилась таким образом, что большую часть инвесторов в SPAC-размещениях стали составлять именно такие специализированные фонды, тогда как остальные участники инвестиционного сообщества принимали участие в сделках крайне редко.

Российские институциональные и розничные инвесторы все еще не имеют опыта участия в SPAC-проектах и не участвовали в реализованных до 2022 г. сделках. Отсутствие специалистов в области инвестиций в SPAC

у российских фондов снизит общую инвестиционную привлекательность таких сделок по сравнению с другими, ограничив спрос от них. Интерес со стороны розничных инвесторов, являющихся «движущей силой» текущего рынка, также будет ограничен – как за счет сложной структуры, так и за счет «эксклюзивности» инструмента из-за потенциального распространения исключительно среди квалифицированных инвесторов.

Как отмечалось ранее, алгоритм формирования стоимости компаний в рамках SPAC имеет больше схожих черт с классическим процессом реализации M&A, а не публичных размещений акций. Он является менее прозрачным, так как из него исключаются институциональные инвесторы, что в свою очередь повышает риски осуществления сделки по завышенной оценке. При этом компании имеют меньший контроль над реестром акционеров на момент получения листинга, что может привести к излишне высокой аллокации розничным инвесторам.

Перенасыщение рынка SPAC на иностранных рынках приводит к тому, что спонсоры вынуждены подбирать менее качественные операционные компании для закрытия сделок [109]. Подобная проблема будет актуальна и для современного российского рынка, однако с другого ракурса – локальный характер рынка будет ограничивать круг потенциальных активов для реализации размещения акций, что приведет к высокой конкуренции за наиболее качественных эмитентов и выходу на рынок менее подготовленных и инвестиционно-привлекательных компаний.

Несмотря на все преимущества инструмента SPAC, проведенный анализ приводит к выводу о нецелесообразности развития данного инструмента на российском рынке в новой экономической действительности в приоритетном порядке. Существенное число недостатков инструмента, которые обретают особое значение в современных условиях функционирования отечественного фондового рынка, могут стать непреодолимыми барьерами как для локальных потенциальных эмитентов акций, так и для российских розничных и институциональных инвесторов.

Как отмечено ранее, Spin-off по праву занимает среди остальных инструментов публичного привлечения акционерного капитала отдельное место. Природа и специфика Spin-off сделок по определению делают данный инструмент достаточно ограниченным: он может подойти лишь тем эмитентам, которые имеют публичную материнскую компанию. Редкое использование данного инструмента на российском рынке до 2022 г. в основном связано с немногочисленностью локальных эмитентов акций, дочерние общества которых могли бы его применить.

Современные условия рынка в данной части изменились не так существенно – российских публичных эмитентов акций все еще достаточно мало, что делает востребованность Spin-off крайне невысокой. Ограниченность числа институциональных инвесторов в условиях «нового рынка», а также заблокированные на счетах типа «С» доли владения в российских публичных компаниях иностранных фондов делают применение данного инструмента локальными эмитентами еще более сложным.

Spin-off размещения акций характеризуются высокой волатильностью в момент начала торгов бумагами компаний, что в том числе связано с активностью институциональных инвесторов, которые корректируют собственные позиции в зависимости от инвестиционных стратегий и решений. При этом некоторые инвесторы, которые более заинтересованы в бизнесе материнской компании, могут продавать новую позицию, оказывая давление на котировки. Высокая доля розничных инвесторов как во free-float российских эмитентов, так и среди участников размещений и торгов в современном рынке могут стать фактором еще более высокой волатильности, что оставит негативный след на динамике котировок на вторичном рынке.

Алгоритм формирования стоимости компаний в рамках Spin-off можно назвать достаточно непрозрачным: зачастую отсутствие четкого обоснования стоимости, а также участия в алгоритме ее формирования институциональных инвесторов, вызывает вопросы у инвестиционного сообщества. Высокая доля розничных инвесторов на текущем российском рынке, являющихся менее

чувствительными к оценке компаний, и отсутствие ориентиров от инвестиционных фондов в отношении оценки нового эмитента может принимать инвестиционные решения с повышенным риском, приобретая активы по завышенной стоимости.

Еще одним очевидным недостатком данного инструмента, имеющим важное значение в текущем рынке, является неоднозначность в части привлечения капитала в рамках сделки. Классическая структура Spin-off не предполагает привлечения капитала компанией и акционерами в рамках размещения: как правило, в результате проведения выделения структура акционеров эмитента повторяет структуры публичного материнского общества. Альтернативные структуры реализации данного инструмента дают возможность привлечь капитал, однако все еще остается неопределенность относительно размера его привлечения.

Отсутствие полноценного процесса маркетинга и неоптимальная структура акционеров, включая инвесторов во free-float, может привести к повышенной волатильности акций компании на вторичных торгах, либо наоборот, к крайне низкой ликвидности бумаг. При использовании Spin-off компании не могут регулировать аллокации инвесторам, а также не могут контролировать список инвесторов по результатам сделки. Принимая во внимание существующие особенности с акциями в свободном обращении у российских эмитентов, связанные с недоступностью части бумаг к торгам, а также с низкой долей институциональных инвесторов по сравнению с розничными, такая особенность инструмента является отрицательной.

Суммируя перечисленные аргументы: Spin-off – это достаточно ограниченный инструмент для использования российскими компаниями в новой экономической действительности. Недостатки данного инструмента в рамках современных условий российского рынка акционерного капитала открывают дополнительные зоны риска для компаний, которые повышают вероятность негативных результатов размещения акций и делают преимущества Spin-off менее очевидными.

Прямой листинг – третья альтернатива классическому IPO, структура которой все еще развивается и совершенствуется на международном рынке, а также опробована лишь несколькими компаниями в России, представленными в таблице 7. Первая сделка DPO на российском рынке завершена в конце 2021 г. – ранее подобные размещения акций с полноценными этапами реализации, а не техническим получением листинга, на локальном рынке не происходили, что в том числе связано с относительно недавним ростом распространения данного инструмента в его современном виде в других странах.

Таблица 7 – Перечень сделок DPO российских компаний, проведенных в России

Дата	Тикер	Компания	Free-float, процентов от УК	Биржа
26.09.2023	SOFL	Softline	≈16%	MOEX
03.07.2023	CARM	CarMoney	≈16%	MOEX
17.12.2021	POSI	Positive Technologies	≈11%	MOEX

Источник: составлено автором по материалам [72].

Прямой листинг имеет очевидное преимущество перед IPO, которое заключается в умеренном влиянии рыночной конъюнктуры на реализуемость сделки. Такая особенность инструмента обусловлена отсутствием процедуры сбора заявок, а также отличающимся алгоритмом формирования стоимости компании и цены ее бумаг на вторичных торгах. Устойчивость к волатильности на рынках капитала – это важная характеристика DPO для российских компаний в новой экономической действительности, которая отличается повышенной неопределенностью.

Также важно отметить отсутствие риска отмены сделки по причине несобранного в достаточном количестве спроса от инвесторов, что является частой причиной при реализации IPO. В случае с использованием прямого листинга free-float формируется до сделки, при этом размер привлечения

капитала в момент размещения продающими акционерами или компанией, как правило, является достаточно относительной величиной, а вероятность его достижения выше за счет отсутствия единой оценки стоимости компании в рамках сделки. При этом в рамках прямого листинга отсутствует существенный недостаток IPO, который стал актуален в новых условиях российского рынка – крайне низкая аллокация розничным инвесторам. Однако важно помнить, что эмитент в таком случае не может контролировать список акционеров на сделке.

Алгоритм формирования стоимости компаний в рамках DPO имеет как положительные, так и отрицательные особенности. Концепция отсутствия единой стоимости акций или диапазона стоимости, с одной стороны, положительно влияет на сделку:

- принимается инвесторами как более прозрачная и справедливая;
- решает вопрос конфликта между эмитентом, его акционерами и инвесторами, которые имеют разные позиции в отношении рыночной стоимости компании;
- создает интерес к сделке у широкой группы инвесторов, имеющих различный уровень чувствительности к оценке стоимости;
- по факту большее число инвесторов принимает участие в алгоритме формирования стоимости компании.

При этом такой алгоритм формирования стоимости имеет существенный недостаток для текущих условий российского рынка. На международных рынках большую часть в объеме торгов акциями составляют институциональные инвесторы, которые в последствии и являются основной силой в процессе оценки в рамках DPO. Сегодня же на локальном рынке доминирующее положение в объемах торгов занимают розничные инвесторы, которые обладают более ограниченными компетенциями и опытом.

Современная структура прямого листинга позволяет привлекать капитал акционерами и компаниями с использованием top-up механизма сделки. Постепенное развитие DPO приведет к возможности проводить

дополнительную эмиссию акций, что позволит проще привлекать капитал в компанию. При этом структура DPO позволяет получить «публичный» статус без привлечения капитала компанией или мажоритарными акционерами: в рамках сделки бумаги могут реализовать лишь миноритарные акционеры, которые войдут в состав free-float. С учетом снижения среднего размера локальных эмитентов, а также появления новых приоритетных целей при реализации подобных сделок, помимо привлечения капитала, структура DPO предоставляет больше гибкости для использования российскими компаниями в современных условиях.

В настоящий момент в России нет регуляторных или инфраструктурных барьеров для использования DPO локальными компаниями – сделки могут полностью реализовываться в рамках российского права и на отечественных биржах. При этом требования к компаниям в рамках DPO крайне близки требованиям при реализации IPO, что говорит о полноценной проверке компаний перед размещением. Такие стандарты Due Diligence важны для современного рынка, где большую часть спроса генерируют розничные инвесторы, а меньший размер эмитентов, который коррелирует со стандартами корпоративного управления, повышает риск допуска к торгам менее подготовленных компаний.

Развитие инструментов частного привлечения акционерного капитала локальными компаниями, а также различных механизмов мотивации сотрудников, в результате которых они становятся совладельцами бизнесов, делает доступность DPO для компаний выше. При этом инструмент прямого листинга не предполагает никаких ограничений по участию в сделке различных типов инвесторов, в том числе институциональных. Структура же сделки является достаточно прозрачной и понятной, что отсекает необходимость наличия специализированных фондов-участников DPO, отсутствующих среди российских инвесторов.

Как и другие инструменты, прямой листинг имеет свои недостатки, актуальные в рамках современного российского рынка капитала:

– ни на иностранных площадках, ни на российских еще нет прецедентов проведения сделок с привлечением капитала в компанию. Наличие альтернативных структур частично решает данную проблему, однако их использование скорее является следствием безвыходности эмитентов;

– более ограниченные возможности по привлечению капитала в части размера сделки. Структура DPO и текущая «глубина» российского рынка позволяют привлечь менее скромные объемы средств, нежели в рамках IPO. Решением данной проблемы может быть параллельная частная сделка с институциональными инвесторами, что делает прямой листинг более трудозатратным и дорогим инструментом;

– необходимость заранее формировать free-float. Небольшое количество крупных акционеров, отсутствие частных сделок и намерений по программе мотивации сотрудников ограничивают возможность использования прямого листинга. При этом все еще остается опция создания free-float во время сделки при продаже крупного пакета одного из акционеров или при привлечении средств в компанию, но появляется риск ограниченной ликвидности на вторичном рынке;

– на старте торгов характерна повышенная волатильность, которая может продолжаться существенный период времени, в том числе за счет высокой доли участия розничных инвесторов, у которых отсутствует ориентир по оценке стоимости компании.

При этом перечисленные сложности при использовании данного инструмента российскими компаниями не являются безоговорочными барьерами, а отмеченные преимущества в явном виде преобладают. Таким образом, дальнейшее развитие и адаптация DPO позволят стать данному инструменту востребованной альтернативой классическому IPO для локальных компаний в современных условиях, учитывая специфику целей потенциальных эмитентов, преследуемых при реализации сделок [100].

Суммируя выводы по вышеизложенному анализу инструментов публичного привлечения акционерного капитала в рамках российского рынка

в условиях трансформации, предложен набор критериев для проведения сравнительного анализа инструментов и подготовки матрицы их индивидуальных характеристик, которая позволит выявить приоритетные инструменты для использования локальными компаниями в текущих условиях и дальнейшего развития участниками рынка.

Предложенный перечень критериев, представленный в приложении А, покрывает ключевые характеристики инструментов публичного привлечения акционерного капитала, которые имеют особое значение в условиях текущих преобразований в экономике:

- формирование акций в свободном обращении;
- контроль над реестром акционеров компании после сделки;
- привлечение капитала компаниями и продающими акционерами;
- влияние рыночной конъюнктуры на реализуемость;
- адаптация рынка и сложность структуры реализации;
- регуляторные и инфраструктурные аспекты;
- требования к проверке компаний;
- сроки проведения и общий уровень расходов на размещение;
- взаимодействие с инвесторами, в том числе институциональными;
- особенности алгоритма формирования стоимости;
- наличие защиты миноритарных инвесторов.

При этом все предложенные критерии сгруппированы по соответствующим направлениям сравнительного анализа инструментов публичного привлечения акционерного капитала:

- формирование акций в свободном обращении;
- технические аспекты;
- структура реализации;
- взаимодействие с инвесторами;
- формирование стоимости компаний;
- расходы компании на реализацию.

Подготовленная с использованием предложенных критериев матрица индивидуальных характеристик инструментов, представленная в приложении Б, позволила провести их сравнительный анализ и сделать обоснованный вывод относительно целесообразности развития в рамках существенных изменений на российском рынке капитала, в том числе в части алгоритма формирования стоимости, а также выявить приоритетные инструменты для использования отечественными эмитентами. При сравнительном анализе в рамках подготовленной матрицы для формирования соответствующих выводов использована балльно-рейтинговая система оценки четырех инструментов по предложенным критериям, где:

- по предложенным критериям каждому инструменту присваивается оценка от одного балла до четырех баллов по рейтинговой системе: четыре балла, три балла, два балла и один балл соответственно;
- максимальная оценка в четыре балла означает наибольшую применимость и востребованность инструмента в текущем рынке;
- минимальная оценка в один балл означает наименьшую применимость и востребованность инструмента в текущем рынке;
- все оценки присваиваются инструментам относительно характеристик друг друга по каждому критерию и могут быть разделены между несколькими инструментами в случае одинакового уровня применимости и востребованности в рамках отдельного предложенного критерия: оценки складываются, а их сумма разделяется на число таких инструментов – полученный балл присваивается таким инструментам.

Получены следующие результаты по итогам проведенного анализа и определения оценок инструментов публичного привлечения акционерного капитала с учетом описанных выше критериев:

- Первичное публичное предложение (IPO) акций: 71 балл.
- Прямое публичное предложение (DPO) акций: 63 балла.
- Инструмент Spin-off: 45 баллов.
- Инструмент SPAC (Reverse Takeover): 32 балла.

Таким образом, результаты подготовленной матрицы и анализа позволяют сделать обоснованный вывод о том, что наиболее приоритетными инструментами публичного привлечения акционерного капитала для отечественных компаний в условиях трансформации российской экономики являются IPO и DPO. Выделенные инструменты целесообразно развивать и приспособлять к существующим изменениям на локальном рынке, в том числе в части их ключевого элемента – алгоритма формирования стоимости компаний. Далее в работе проведен анализ существующих практик реализации IPO и DPO в мире и в России до 2022 г. и сегодня, а также опыта применения алгоритма формирования стоимости компаний в рамках данных инструментов, что в дальнейшем позволит выдвинуть собственные научно-практические рекомендации по его совершенствованию.

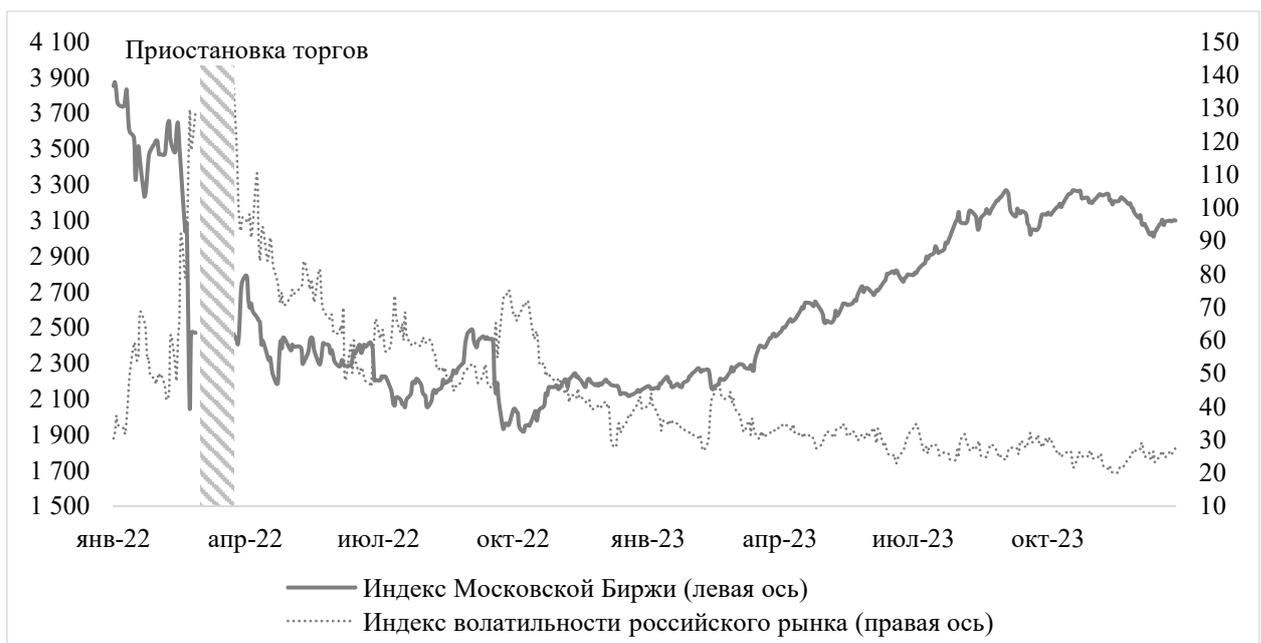
2.2 Анализ опыта реализации первичных публичных размещений акций и алгоритма формирования стоимости компаний до и после трансформации российской экономики в 2022 г.

Существенные изменения российского рынка акционерного капитала в 2022 г. являются одними из наиболее сложных в истории современной России. Никогда ранее рынок не находился так близко к значительным переменам и изменениям, не сталкивался с подобными проблемами и ограничениями, а также не переосмысливал всю свою концепцию функционирования. Без сомнений, можно сказать, что российский рынок акционерного капитала шагнул в новый этап своей фундаментальной трансформации, в рамках которой еще предстоит большой объем работы по формированию новых процессов, а также организации эффективного функционирования старых процессов в новой экономической действительности.

В январе-феврале 2022 г. инвесторы на российском рынке находились в «режиме ожидания»: котировки ценных бумаг демонстрировали коррекцию по отношению к пиковым значениям, достигнутым в 2021 г. При этом важно

отметить, что все инвестиционное сообщество, как российское, так и международное, ожидало как минимум повторения успеха 2021 г., а некоторые специалисты прогнозировали результаты, которые могли превзойти показатели прошлого года, в том числе в части рекордных дивидендных выплат за предыдущий год. По различным оценкам на рынке находилось от 10 до 20 публичных предложений акций, многие из которых пребывали в достаточно продвинутой стадии подготовки [46].

Геополитические перемены и их соответствующие последствия во всех отношениях внесли изменения как в планы потенциальных эмитентов, так и в ожидания инвесторов. Уже в конце февраля 2022 г. показатели волатильности российского рынка достигли максимальных значений, а котировки отечественных компаний демонстрировали существенное падение. Иностранцы владельцы российских ценных бумаг, которые являлись держателями около 80% от всех акций в свободном обращении на Московской бирже [77], предпринимали попытки сократить свои позиции в активах. Такие критические условия функционирования рынка привели к решению о приостановке торгов, как представлено на рисунке 11.



Источник: составлено автором по материалам [40].

Рисунок 11 – Динамика индекса Московской биржи и индекса волатильности российского рынка (RVI) с начала 2022 г.

Во второй половине марта 2022 г. торги на Московской бирже восстановились, однако в рамках «новой экономической действительности»: российский рынок акционерного капитала продолжил свое существования, но уже не в статусе международного, а в статусе локального. Возобновление торгов касалось исключительно резидентов Российской Федерации, так как Банк России ввел запрет на исполнение брокерами поручений нерезидентов [44]. Тем не менее, несмотря на ограниченное участие инвесторов в последующих торгах, они сопровождались крайне высоким уровнем волатильности.

Существенное падение котировок, повышенная волатильность, неопределенность в части дальнейшего функционирования рынка и соответствующих трендов его развития, снижение стоимости российских компаний в терминах мультипликаторов, усиление геополитической напряженности и так далее – все факторы указывали на невозможность проведения публичных предложений акций российскими компаниями как минимум в 2022 г., а вероятнее всего и в ближайшие несколько лет. Такое представление дальнейшего положения дел усиливало и два относительно актуальных прецедента в истории развития российского фондового рынка:

- после кризиса в марте 2014 г. на российском рынке акционерного капитала не проведено ни одного IPO вплоть до февраля 2017 г.;
- рост санкционных рисков в 2018 г. привел к тому, что на российском рынке не проведено ни одного IPO до мая 2019 г.

Однако уже во втором полугодии 2022 г. индекс Московской биржи демонстрировал прирост с учетом эффекта низкой базы, а рынок публичного долгового капитала, который является косвенным индикатором восстановления рынка акционерного капитала, постепенно демонстрировал положительные результаты – количество размещений росло, ключевая ставка Банка России снижалась, а волатильность рынка постепенно приходила к более адекватным уровням. Улучшение конъюнктуры рынка способствовало

появлению планов о проведении публичных предложений акций у небольшого числа российских компаний.

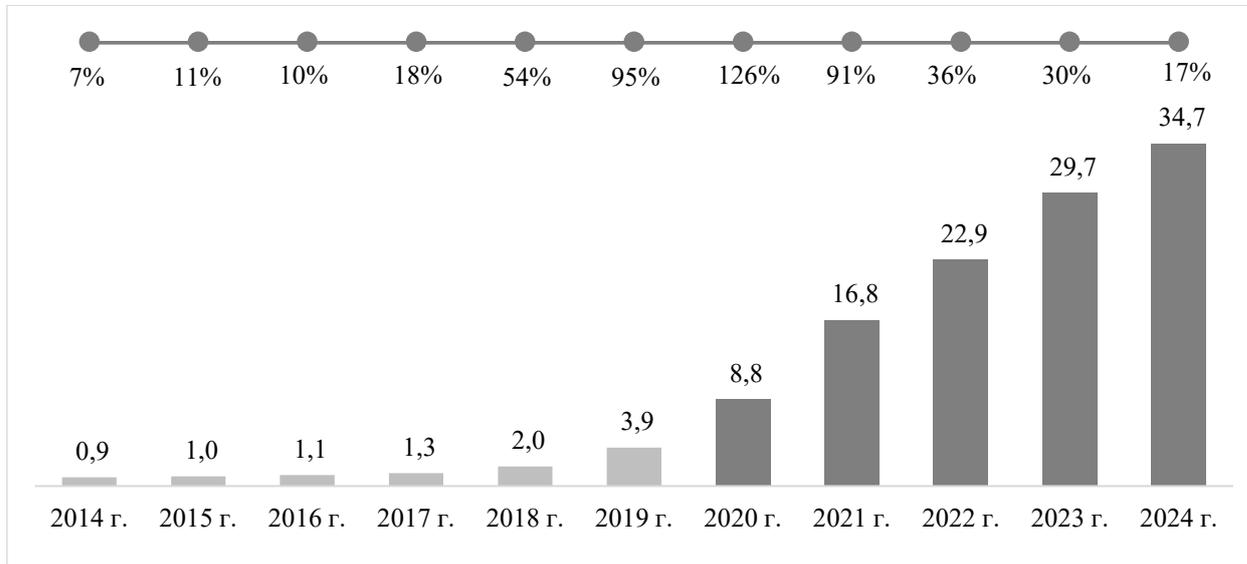
Несмотря на восстановление рынка, как перед компаниями, так и перед инвестиционным сообществом встал вопрос – возможно ли проведение публичных предложений акций в подобных условиях и если да, то с какой структурой? Так, в сентябре 2022 г. российский фондовый рынок увидел первый прецедент публичного предложения акций в новой экономической действительности – SPO Positive Technologies на один млрд руб., а уже в декабре 2022 г. на рынке реализовано первое IPO – кикшеринговой платформе Whoosh удалось привлечь более двух млрд руб. Обе сделки проведены в сложное время на рынке капитала, однако большое значение для развития российского рынка акционерного капитала имел сам факт появления новых прецедентов, которые стали основой процессов при реализации сделок в новой экономической действительности в России.

Важно выделить некоторые ключевые проблемы и особенности рынка, с которыми столкнулись компании в процессе проведения первых публичных предложений акций в России в 2022 г. [99]:

- изменение выборки инвесторов на сделке: трансформация рынка из международного в локальный в первую очередь отразилась на перечне источников потенциального спроса на покупку акций, который больше не включал в себя иностранных инвестиционных фондов, а состоял лишь из российских розничных и институциональных инвесторов;
- ограниченное количество инвестиционных фондов в России, высокий уровень зарегулированности и низкий аппетит к риску;
- отсутствие существенного опыта локальных фондов по участию в сделках в качестве «лидеров мнений», в том числе в алгоритме формирования стоимости компаний;
- наличие достаточного количество альтернатив для инвестиций с высокой краткосрочной доходностью, ограничивающих спрос на IPO;

- неблагоприятные прогнозы по макроэкономическим показателям, высокий уровень неопределенности и волатильности на рынке;
- высокие требования к размеру публичных предложений акций, а также к потенциальным показателям ликвидности;
- попытка сместить фокус с институциональных инвесторов на розничных, числе которых стремительно росло в последние годы;
- проблемы в структурировании сделок с учетом их проведения в российском периметре и в рамках отечественного законодательства.

Данные условия привели к тому, что новой главной «движущей силой» на российском рынке капитала стали розничные инвесторы, что противоречит практике развитых рынков, где преобладают институциональные инвесторы. При этом число розничных инвесторов на Московской бирже стремительно росло уже с 2019 г. и достигло рекордных значений в 2023-2024 гг. как представлено на рисунке 12.



Источник: составлено автором по материалам [33].

Рисунок 12 – Динамика количества физических лиц с брокерскими счетами на Московской бирже в млн штук и годовые темпа прироста

Такому стремительному приросту числа физических лиц с брокерскими счетами способствовали несколько факторов:

- развитие инфраструктуры и доступа к быстрому открытию счетов;

- рост количества брокеров на российском рынке;
- развитие технологий брокерского обслуживания;
- рост популярности инвестиций, государственное стимулирование частных инвестиций (например, ИИС) в публичные компании и прочее.

Высокий потенциал розничных инвесторов на российском рынке акционерного капитала, а также его ключевая роль в настоящий момент, подтверждаются и существенным изменением конъюнктуры рынка в разрезе объемов торгов на Московской бирже – приведенные на рисунке 13 данные позволяют сделать вывод, что розничные инвесторы стали лидерами со значительным перевесом в свою пользу.



Источник: составлено автором по материалам [36].

Рисунок 13 – Структура инвесторов в общем объеме торгов акциями на Московской бирже в декабре 2021 г. (диаграмма слева) и в ноябре 2022 г. (диаграмма справа)

Первые размещения в 2022 г. в России подтвердили важную роль розничных инвесторов на текущем рынке: на сделке SPO ПАО «Группа Позитив» удалось привлечь 1,0 млрд руб., и сделка на 100% аллоцирована частным инвесторам – более 10 тысяч человек стали акционерами компании. В сделке IPO ПАО «ВУШ Холдинг» около 50% аллоцировано розничным инвесторам (из 2,3 млрд руб.), а участниками сделки стали более 20 тысяч

частных инвесторов. Такое смещение фокуса в сторону менее квалифицированных инвесторов, безусловно, находит свое отражение и в алгоритме формирования стоимости компаний.

Дальнейшая положительная динамика рынка, представленная на рисунке 14, в том числе после внушительного восстановления котировок в 2023 г., позволила российским компаниям с большей уверенностью планировать возможные публичные размещения акций. А реализации сделок в новой экономической действительности крайне активно способствовали локальные инвестиционные банки, которые активно занимались изменениями структуры проведения сделок с учетом новых характеристик рынка.



Источник: составлено автором по материалам [71].

Рисунок 14 – Количество сделок на российском рынке акционерного капитала в 2012-2024 гг., без учета SPAC и PIPE, а также размещений конвертируемых облигаций

Рост котировок акций с учетом нормализации бизнес-процессов и адаптации к новой экономической действительности, увеличение цен на нефть и газ, девальвация рубля, возобновление публичного раскрытия информации, возврат к выплатам дивидендов [57], притоки капитала от физических лиц, снижение ключевой ставки Банка России и другие факторы: все это способствовало восстановлению российского рынка акционерного капитала в 2023 г., что повлекло за собой всплеск активности компаний.

Так, преимущественно во второй половине 2023 г. реализовано почти такое же количество IPO, как и в рекордном 2021 г. Проведенные в 2023 г. размещения имели различную структуру и стали важными прецедентами, которые в том числе во многом определили процессы проведения сделок в дальнейшем. При этом тренд на рост IPO не изменился и в 2024 г.: до начала очередной волны коррекции на рынке завершено большее число размещений акций, чем в 2023 г., что представлено в рамках таблицы 8.

Таблица 8 – Перечень публичных размещений акций на российском рынке акционерного капитала в 2022-2024 гг. с соответствующими параметрами сделок

Дата сделки	Компания	Сектор	Тип сделки	Размер сделки, млрд руб.	Размер сделки, процентов от УК
30.10.2024	Ламбумиз	Производство	IPO	0,8	10,0
16.10.2024	Озон Фармацевтика	Фармацевтика	IPO	3,5	9,0
01.10.2024	Agenadata	TMT	IPO	2,7	14,0
04.10.2024	ТГК-14	Энергетика	SPO	1,5	10,9
30.07.2024	АПРИ	Недвижимость	IPO	0,9	9,0
23.07.2024	Росдорбанк	Финансы	SPO	0,4	14,0
12.07.2024	Промомед	Фармацевтика	IPO	6,0	7,0
05.07.2024	ВсеИнструменты.ру	Потребительский	IPO	11,5	11,5
25.06.2024	Южуралзолото	Металлы и доб.	SPO	8,0	10,1
04.06.2024	IVA Technologies	TMT	IPO	3,3	11,0
30.05.2024	Элемент	TMT	IPO	15,0	14,3
26.04.2024	МТС Банк	Финансы	IPO	11,5	13,3
19.04.2024	Группа Астра	TMT	SPO	11,7	10,0
12.04.2024	Займер	Финансы	IPO	3,5	15,0
29.03.2024	Европлан	Финансы	IPO	13,1	12,5
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	Потребительский	IPO	1,2	13,1
13.02.2024	Diasoft	TMT	IPO	4,1	8,8
07.02.2024	Делимобиль	TMT	IPO	4,2	10,0
28.12.2023	Мосгорломбард	Финансы	IPO	0,3	14,6
15.12.2023	Совкомбанк	Финансы	IPO	11,5	5,0
07.12.2023	Softline	TMT	SPO	3,5	8,2
30.11.2023	Инарктика	Потребительский	SPO	3,0	3,8
22.11.2023	Южуралзолото	Металлы и доб.	IPO	7,0	6,0
21.11.2023	ЕвроТранс	Нефть и газ	IPO	13,5	33,8
02.11.2023	Henderson	Потребительский	IPO	3,8	13,9
13.10.2023	Группа Астра	TMT	IPO	3,5	5,0
29.09.2023	ТМК	Металлы и доб.	SPO	4,0	1,7
26.09.2023	Softline	TMT	DPO	н/п	15,7
03.07.2023	CarMoney	Финансы	DPO	1,0	13,8
25.04.2023	Genetico	Медицина	IPO	0,2	12,1
14.12.2022	Whoosh	TMT	IPO	2,3	11,2
28.09.2022	Positive Technologies	TMT	SPO	1,0	1,4
Среднее				5,1	10,9
Медиана				3,5	10,9

Источник: составлено автором по материалам [32; 37].

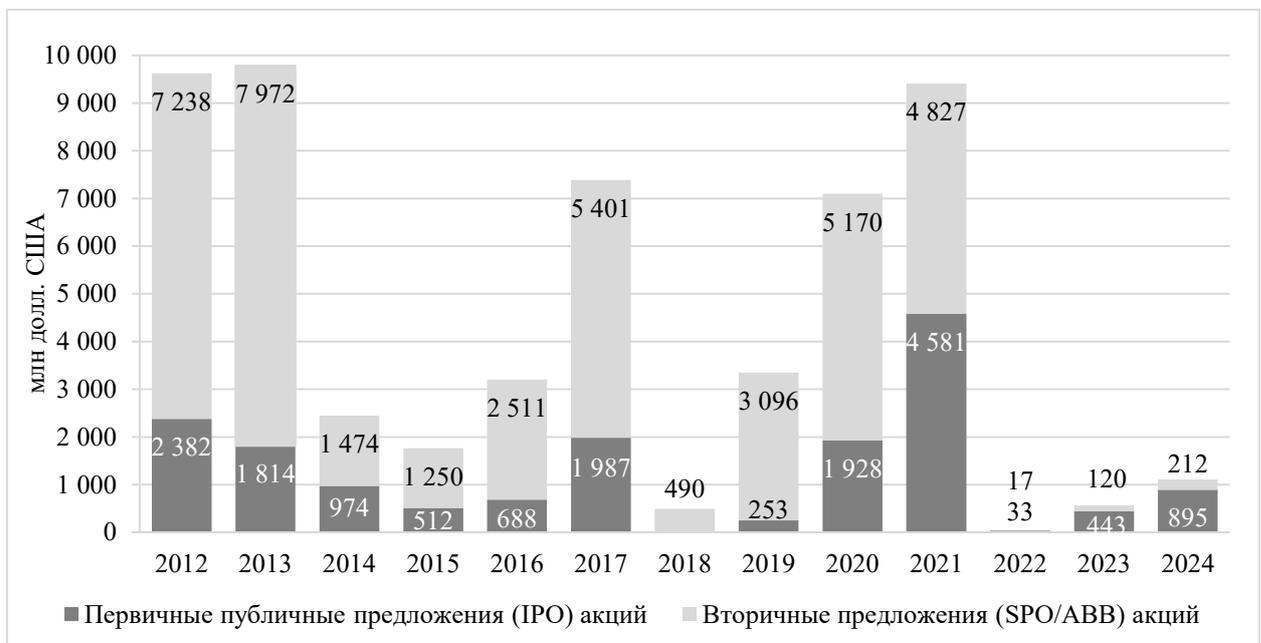
Большая часть размещений после 2022 г. приходится на компании из технологического сектора, представители которого активно замещают продукты иностранных компаний в рамках соответствующей стратегии [21], а также демонстрируют высокие темпы роста и рентабельности бизнеса. Другие крупные IPO проведены компаниями финансового сектора, при этом среди эмитентов существуют представители и других секторов: потребительский, металлы и добыча, медицина, фармацевтика, нефть и газ, недвижимость, энергетика, производство и другие. Важно отметить, что в числе новых эмитентов также есть компании, которые готовились к проведению сделок еще до 2022 г.: Южуралзолото, Совкомбанк, Делимобиль, Европлан, МТС Банк, ВсеИнструменты.ру и Промомед.

Текущий поток публичных предложений акций в том числе обусловлен тем, что российский рынок акционерного капитала теперь имеет отличительную особенность в лице локального характера функционирования: рынок меньше зависит от волатильности на иностранных рынках капитала, а также от зарубежных инвесторов. Основные факторы, которые оказывают влияние на тренды рынка и настроения потенциальных инвесторов, теперь сосредоточены внутри страны, а отсутствие некоторых зарубежных регуляторных ограничений позволяет проводить сделки в любое время года без ограничений – правило 135 дней более не является актуальным [76].

При этом, несмотря на существенный рост количества публичных предложений акций на российском рынке, их средний размер существенно сократился, что оказало влияние и на выборку потенциальных эмитентов. Так, до 2022 г. компаниями в основном рассматривались сделки размером не менее 400-500 млн долл. США, а основными кандидатами являлись эмитенты с предполагаемой стоимостью акционерного капитала на уровне не менее одного млрд долл. США. Столь существенный размер сделок в том числе диктовался обратной связью со стороны иностранных институциональных инвесторов, для которых важным критерием участия является ликвидность акций на вторичных торгах и возможность гибко подходить к управлению

своей позицией в ценных бумагах уже после проведения первичного публичного размещения.

В настоящее время целевой размер сделок находится в диапазоне от 20-30 млн долл. США до 150-200 млн долл. США, в том числе медиана за 2022-2024 гг. составляет 35-40 млн долл. США, при этом он характеризуется трендом последовательного роста, как приведено на рисунке 15. Таким образом, российским компаниям удастся привлекать акционерный капитал на публичном рынке в размерах, которые значительно уступают привлеченному капиталу до 2022 г., а источником привлечения теперь являются российские инвесторы, а не инвестиционные фонды из других стран.



Источник: составлено автором по материалам [71].

Рисунок 15 – Размер средств, привлеченных российскими эмитентами акций в 2012-2024 гг., включая сделки SPAC и PIPE, без учета конвертируемых облигаций

Более низкий порог и гибкость в части размера предложения открыли возможность по проведению публичных сделок компаниями с более низкими значениями оценки стоимости в абсолютном выражении, которые ранее не имели перспектив реализации подобных сделок, в том числе из-за отсутствия необходимой глубины российского рынка капитала. Таким образом, рынок стал открыт для потенциальных эмитентов малой и средней капитализации,

при этом все еще является достаточно ограниченным для крупнейших компаний в силу актуальных показателей по объемам спроса.

Снижение среднего общего размера спроса на российских публичных предложениях акций в первую очередь является следствием изменения его структуры. На смену международным инвестиционным группам, которые не только формировали основной спрос на публичных предложениях акций российских компаний, но и являлись «лидерами мнений» в части алгоритма формирования стоимости компаний в рамках сделок до 2022 г., выступили российские институциональные инвесторы, большинство из которых является или являлось частью крупнейших локальных банковских групп. Такое изменение структуры институциональных инвесторов оказало существенное влияние на российский рынок акционерного капитала сразу по нескольким ключевым причинам [5]:

- более низкий размер и «глубина» спроса из-за меньшего размера средств под управлением и доступного капитала на использование стратегий с акциями, а также из-за существенно более ограниченного числа фондов на российском рынке, что в свою очередь оказывает влияние и на диверсификацию между инвесторами в рамках сделок;

- ограниченный опыт по участию в публичных предложениях акций, в том числе в рамках алгоритма формирования стоимости компаний, что приводит к более консервативному подходу к оценке для покрытия всех возможных рисков при принятии инвестиционного решения;

- доминирование розничных инвесторов в размере спроса и в объемах торгов на вторичном рынке, что во многом оказывает существенное влияние на движение котировок бумаг после проведения публичных предложений акций.

При этом российские институциональные инвесторы постепенно наращивают свою экспертизу, опыт участия и вовлеченности в IPO, в том числе по мере активного роста прецедентов на локальном рынке, а число фондов, заинтересованных в инвестициях в рамках подобных сделок,

регулярно растет. Общей вовлеченности российских инвестиционных фондов в публичные предложения акций способствует и государство.

Так, одной из наиболее очевидных проблем на рынке капитала являлось отсутствие возможности российским негосударственным пенсионным фондам (далее – НПФ) приобретать акции эмитентов, если их совокупная стоимость при размещении на организованных торгах составляет менее 50 млрд руб. С учетом существенного сокращения среднего размера сделок в новом рынке данное ограничение существенно сокращало круг российских институциональных инвесторов на размещениях. В октябре 2024 г. Банк России сделал шаг к расширению возможности участия НПФ в IPO, опубликовав указание [22], которое позволяет снизить порог участия при сделках от 3 млрд руб.

С другой стороны, государство активно разрабатывает меры по стимулированию компаний, которые позволят сделать использование инструментов публичного привлечения акционерного капитала на российском рынке более привлекательными. Среди обсуждаемых Банком России мер отмечается субсидирование долевого финансирования, что сделает размещение акций не менее привлекательным, чем банковское кредитование [42], а также ряд налоговых льгот и прочих мер поддержки. Соответствующие предложения разрабатываются в том числе Министерством промышленности и торговли, а также прочими ведомствами [48].

В конце декабря 2023 г. Правительство Российской Федерации опубликовало распоряжение, согласно которому установлены плановые значения по количеству публичных размещений компаний на российском финансовом рынке [20]. Плановые показатели на 2024 г. составили до 9-11 сделок, в то время как в 2025 г. ожидается 10-12 публичных предложений акций, а в 2030 г. – 15-20. Заданные плановые показатели могут быть не только выполнены, но перевыполнены: одним из основных условий будет являться конъюнктура российского рынка акционерного капитала

и отсутствие геополитических шоков, которые будут приводить к критичному уровню волатильности на рынке.

При этом также важно отметить положительную и важную динамику по среднему размеру размещений: так, первое IPO ПАО «ВУШ Холдинг» в новой экономической действительности в 2022 г. позволило привлечь компании 2,3 млрд руб., в то время как в рамках IPO ПАО «Элемент» в мае 2024 г. уже удалось привлечь в несколько раз больше – 15 млрд руб. Подобная динамика роста размера публичных предложений акций будет продолжена в дальнейшем, в том числе при наличии в сделках спроса со стороны локальных НПФ. Запрос на увеличение размера предложений акций поступает не только со стороны более крупных потенциальных эмитентов, но и со стороны инвесторов – больший размер сделки увеличивает вероятность более высокого уровня ликвидности акций на вторичных торгах, а также более объективного формирования цены бумаг и стабильности котировок.

Важно также отметить, что современные рыночные условия, существенное сокращение среднего размера публичных предложений акций и открытие доступа к фондовому рынку компаний малой и средней капитализации, а также некоторые особенности текущего устройства различных особо конкурентных секторов, таких как технологический, усилили фокус на прочих задачах, которые компании могут решить при проведении публичного размещения акций, помимо привлечения капитала в компанию или монетизации доли продающих акционеров. Среди таких задач следует выделить:

- повышение узнаваемости бренда компании среди потенциальных клиентов, бизнес-партнеров и специалистов, которые могут войти в его штат сотрудников, а также повышение доверия к компании как к публичному обществу с соответствующим раскрытием информации;
- формирование долгосрочной программы мотивации сотрудников с использованием акций или опционов;

- создание ликвидности акций на вторичном рынке для текущих акционеров, а также получение публичной оценки бумаг;
- использование акций в качестве валюты для M&A-сделок, а также в качестве залога при привлечении финансирования;
- создание платформы для возможности проведения публичных предложений акций в будущем.

Усиление фокуса на перечисленных задачах, которые ранее являлись второстепенными при принятии решения о реализации IPO потенциальными эмитентами, существенно расширяет выборку компаний, которые рассматривают проведение публичного предложения акций в новой экономической действительности.

Отмеченные ранее изменения в части активных институциональных инвесторов на российском рынке в новой экономической действительности оставили свой отпечаток в том числе на алгоритме формирования стоимости компаний в рамках IPO. Так, в рамках алгоритма формирования стоимости сегодня, как и ранее, независимые аналитики инвестиционных банков проводят обучающие встречи с институциональными инвесторами на базе написанных ими отчетов по сделке.

Однако период проведения подобных встреч сократился в среднем практически вдвое, а на некоторых сделках данный этап проведения встреч объединен со сбором заявок после публикации диапазона оценки стоимости на размещении – например, IPO Совкомбанка в декабре 2023 г. Такие изменения являются следствием немногочисленности российских институциональных инвесторов, предметная обратная связь от которых в том числе получается в рамках нескольких этапов проведения встреч с менеджментом до публичного объявления о сделке.

Также важно отметить и другой фактор, который является причиной отмеченных изменений – это возможность проведения сделок без участия институциональных инвесторов, в том числе исключение их переговорной позиции из алгоритма формирования стоимости за счет доминирования спроса

со стороны розничных инвесторов. Такая особенность текущего российского рынка акционерного капитала делает алгоритм формирования стоимости компаний более уязвимым и менее объективным.

Срок сбора заявок от инвесторов и построения книги на современных сделках постепенно сокращается и в среднем составляет до 4-5 рабочих дней. Подобная тенденция в основном объясняется следующими факторами:

- меньшее число институциональных инвесторов на рынке и продолжительный анализ компаний до публичной стадии сделки, что позволяет фондам принимать решение после объявления диапазона стоимости акций достаточно оперативно;

- поведение различных групп розничных инвесторов, одним из которых необходимо больше времени на принятие решений за счет отсутствия возможности анализировать компании до публичного запуска сделки, а другим – достаточно ограниченного времени для принятия решений за счет меньшей чувствительности к оценке и более низкого уровня компетенций для соответствующего анализа;

- подавляющая часть спроса от частных инвесторов приходится на первый и последние дни сбора заявок, а размещения с крайне высоким уровнем интереса от инвесторов привлекают спрос быстрее [35];

- сокращение влияния рыночного риска, который сконцентрирован на локальных событиях, однако имеет высокую вероятность реализации;

- необходимость проведения обширного маркетинга сделки для повышения осведомленности и привлечения внимания физических лиц.

Таким образом, в настоящий момент алгоритм формирования стоимости компаний не учитывает значительную часть изменений в проведении локальных сделок, а существенное число публичных размещений акций на российском рынке, которое имело место быть во второй половине 2023 г. и на протяжении 2024 г., характеризовалось различными отличительными особенностями в части определения стоимости компаний, в том числе в силе

переговорной позиции институциональных инвесторов, что говорит об отсутствии сформированного единого оптимального подхода.

Проведенный анализ опыта реализации первичных публичных размещений акций на российском рынке акционерного капитала и функционирования алгоритма формирования стоимости компаний до и после 2022 г. позволит далее в работе разработать и выдвинуть собственные научно-практические рекомендации по развитию алгоритма при использовании инструмента IPO в условиях трансформации отечественной экономики. Применение сторонами алгоритма предложенных рекомендаций призвано привести к достижению его оптимального функционирования и корректных результатов на локальном рынке.

2.3 Анализ зарубежного и российского опыта реализации прямого листинга акций и алгоритма формирования стоимости компаний в современных условиях

Безусловная важность развития инструмента прямого публичного предложения акций и алгоритма формирования стоимости компаний в рамках данного инструмента исходит не только из его особенностей и характеристик, которые описаны ранее, но и из необходимости наличия вариативности в части инструментов для российских компаний, которые имеют отличные цели и задачи при принятии решения о проведении сделки.

При этом алгоритм формирования стоимости компаний в рамках инструмента прямого листинга, в отличие от IPO, нуждается в более существенной проработке и модификации, так как инструмент DPO ранее не имел устойчивой и последовательной истории становления и развития на российском рынке. Несмотря на это, развитие инструмента может быть воспринято участниками рынка более естественно, так как прямой листинг все еще совершенствуется в том числе и на международных рынках капитала.

Анализ зарубежного и российского опыта реализации прямого листинга акций и применения алгоритма формирования стоимости компаний в рамках таких сделок, обладающего определенными отличительными особенностями, позволит выработать собственные научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма, необходимые для полноценного использования прямого листинга локальными компаниями в условиях трансформации российской экономики.

Отмечая индивидуальные характеристики и особенности прямого листинга, которые делают его важным и актуальным инструментом для российских компаний в условиях новой траектории развития локального рынка капитала, необходимо однозначно установить следующее [121]:

- возможность проведения сделки даже в условиях сложной рыночной конъюнктуры – устойчивость инструмента при применении на рынках капитала с высокой волатильностью, а также при проведении размещений акций в неблагоприятные периоды с точки зрения рыночного цикла и аппетита к риску у инвесторов;

- сглаживание существующих несовершенств алгоритма формирования стоимости компании в рамках проведения публичного размещения акций, в том числе в случаях, когда размещение сопровождается обстоятельствами, возникшими в силу специфических ограничений на рынке, а также максимальное приближение рыночной капитализации компаний, которая формируется после начала торгов ценных бумаг на бирже, к значению ее рыночной стоимости, что означает минимизацию соответствующего показателя дисконта;

- удовлетворение потребностей компаний в современном рынке, где основной целью проведения сделки существенного числа компаний является не привлечение капитала или монетизация доли акционеров, а непосредственно факт получения публичного статуса, повышение прозрачности и доверия к бизнесу, сопутствующая PR-активность, удержание персонала и создание долгосрочной программы мотивации сотрудников,

получение ликвидности и возможность в дальнейшем использовать акции в качестве валюты для M&A-сделок и так далее;

- необходимость наличия или формирования определенного уровня free-float до проведения сделки, при этом важно отметить текущие условия существенного развития программ мотивации сотрудников акциями и рынка pre-IPO сделок в России;

- участие в алгоритме формирования стоимости компаний более широкого круга инвесторов без ограничений в отношении отдельных групп, что, как правило, является более подходящим форматом для эмитентов и акционеров, обладающих более низким уровнем чувствительности к оценке в рамках проводимой сделки;

- создание платформы для будущих сделок на публичном рынке: получение гибкости в части последующего публичного привлечения акционерного финансирования;

- снижение общих расходов на проведение сделки с учетом отсутствия привлечения капитала в рамках сбора книги заявок и необходимости привлекать спрос через различные каналы брокеров.

Без сомнений, одной из наиболее важных составных частей прямого листинга, как и сделок IPO, является алгоритм формирования стоимости компаний. В случае со сделками DPO он обладает некоторыми отличительными характеристиками в силу нескольких причин:

- во-первых, алгоритм формирования стоимости компаний все еще активно совершенствуется и изменяется на зарубежных рынках и пока еще не имеет устоявшегося вида, а также существенной практики использования с проверенной прецедентной базой;

- во-вторых, особенности и нововведения в алгоритм формирования стоимости компаний в рамках DPO, которые появляются на развитых иностранных финансовых рынках, довольно часто труднореализуемы на других рынках в силу технических сложностей, законодательных

и регуляторных особенностей, а также в силу некоторых устоявшихся рыночных практик и структуры инвесторов;

– в-третьих, на российском рынке за последние годы проведено лишь два размещения акций с использованием прямого листинга в качестве альтернативы IPO – данный инструмент является неизученным и незнакомым как для компаний, так и для локальных инвесторов.

Крупнейшие иностранные фондовые биржи и регуляторы на протяжении последних 5-7 лет совершенствуют инструмент DPO, предлагая и утверждая новые правила организации и проведения подобных сделок, в том числе существенная часть инициатив и изменений касается алгоритма формирования стоимости. Лидерами по внедрению прямого листинга в настоящий момент являются США и Великобритания – фондовые биржи NYSE, Nasdaq и LSE соответственно. Правила реализации DPO и практика функционирования алгоритма формирования стоимости на указанных биржах сегодня определяют направления развития на других мировых рынках.

Алгоритм формирования стоимости компаний в рамках сделок прямого листинга может несколько отличаться в соответствии с принятыми правилами различных фондовых бирж, при этом ключевые особенности DPO являются едиными вне зависимости от площадки, на которой осуществляется размещение акций. В настоящий момент можно выделить две структуры алгоритма формирования стоимости эмитентов в рамках прямого листинга, имеющие важные отличия друг от друга в зависимости от привлечения капитала при реализации сделки:

– алгоритм формирования стоимости компаний, который используется в классических сделках DPO, где эмитенты не привлекают капитал в рамках размещений, инвесторам предлагаются исключительно вторичные акции действующих акционеров;

– алгоритм формирования стоимости компаний, который используется в сделках DPO, включающих привлечение капитала

непосредственно эмитентами, соответственно инвесторам предлагаются первичные акции дополнительной эмиссии [68].

Несмотря на наличие некоторых различий между представленными структурами сделок и алгоритмами формирования стоимости, основной принцип DPO остается неизменным – стоимость компании определяется не с помощью предварительных встреч с инвестиционными фондами и формирования переговорных позиций между эмитентом и ограниченным кругом инвесторов, в рамках которых они приходят к договоренности и по итогам сбора книги заявок устанавливают значение инвестиционной стоимости бизнеса на сделке, а с помощью определения референтной стоимости компании [83] и при дальнейшем достижении баланса между спросом и предложением на акции со стороны всех инвесторов без ограничений, а также с последующим установлением инвестиционной стоимости компании перед началом торгов и формированием равновесия в части цены акций непосредственно в ходе торгов на открытом рынке.

Референтная стоимость компании – это рассчитанная с помощью определенных доступных на момент оценки данных стоимость эмитента, которая используется в рамках прямого листинга в качестве ориентира для инвесторов перед началом приема заявок от инвесторов на покупку акций и непосредственных торгов акциями на бирже [74]. При этом референтная стоимость не равна цене акций компании на открытии торгов и может существенно отличаться от нее, соответственно она не всегда является тем значением, по которому будут реализованы сделки инвесторами на рынке.

Референтная стоимость эмитента на DPO в зависимости от различных используемых в настоящий момент практик может быть равна как рыночной стоимости, так и инвестиционной стоимости компании как они трактуются в федеральных стандартах оценки [29]. С теоретической точки зрения референтная стоимость призвана отражать значение стоимости компании, к которому должна стремиться его рыночная капитализация на торгах на бирже после сделки. В таком случае референтная стоимость может быть равна

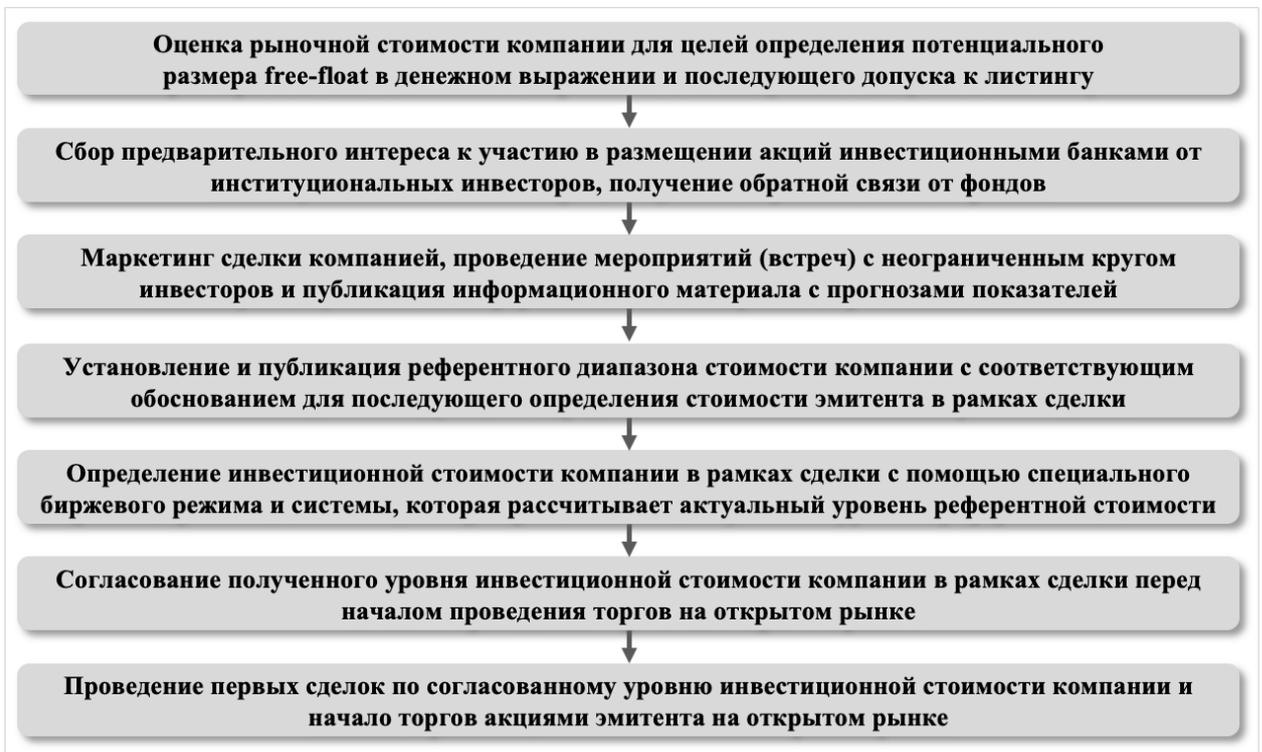
рыночной стоимости компании, если она является долгосрочным ориентиром для инвесторов, либо равна инвестиционной стоимости, если является краткосрочным ориентиром инвесторам для целей осуществления сделки.

Так, в случаях, когда референтная стоимость компании формируется за счет обратной связи от ключевых институциональных инвесторов, которая отражает уровни оценки стоимости, по которым им целесообразно принимать участие в сделке, она становится сопоставимой инвестиционной стоимости бизнеса. При этом в ходе торгов рыночная капитализация компании все же постепенно будет стремиться именно к рыночной стоимости, хотя торги акциями могут открыться вблизи значений инвестиционной стоимости.

Как отмечено ранее, алгоритм формирования стоимости компаний в рамках прямого листинга может обладать отдельными особенностями в зависимости от различий рынков капитала и юрисдикций, в которых он применяется, при этом он регулярно совершенствуется. Как правило, структура алгоритма в рамках DPO схожа со структурой при использовании инструментов публичного размещения акций с учетом ранее отмеченных характеристик. Для большей наглядности, этапы алгоритма формирования стоимости компаний в рамках DPO можно представить в виде указанной на рисунке 16 последовательности.

Первым шагом, как представлено на рисунке 16, который является регуляторным и носит формальный характер, является оценка рыночной стоимости компании для целей определения возможного (индикативного) размера акций в свободном обращении (free-float) в денежном выражении по результатам сделки для получения листинга на бирже. Такая оценка проводится привлеченным независимым консультантом (третьей стороной) на базе предоставленной информации о компании, либо подобная оценка может быть проведена с помощью данных об актуальных сделках с акциями компании на внебиржевых торгах или торгах на специализированных площадках (рынки частных размещений) с учетом соответствия

определенным критериям по объему торгов, а также с учетом данных об оценке в рамках таких частных сделок.



Источник: составлено автором.

Рисунок 16 – Этапы алгоритма формирования стоимости компаний в рамках сделок прямого листинга без дополнительной эмиссии акций в международной практике

Параллельно инвестиционные банки, нанятые компанией в качестве финансовых консультантов сделки, контактируют с институциональными инвесторами на предмет получения обратной связи относительно компании, ее инвестиционной привлекательности и оценки стоимости, а также получают соответствующие индикации по возможному участию в потенциальной сделке и интересу к покупке акций эмитента, в том числе предоставляют информацию о предварительном размере заявки в случае участия в DPO [84].

Данный диалог инвестиционных банков с инвесторами позволяет первым консолидировать полученную обратную связь и оценить возможный интерес инвесторов к сделке, учесть их позицию в части оценки стоимости компании при установлении референтной стоимости, а также получить представление относительно потенциального спроса на ценные бумаги при

размещении, что позволит корректировать размер пакета акций, который будет реализовываться акционерами в ходе торгов.

При этом финансовые консультанты также проводят встречи и с потенциальными продающими акционерами компании, получая от них зеркальную информацию относительно оценки стоимости компании, готовности продавать бумаги по тому или иному уровню стоимости и намерений относительно размера пакета акций, который может быть реализован в ходе торгов. Таким образом, инвестиционные банки получают предварительное представление позиций инвесторов и акционеров, которым, из-за регуляторных ограничений, не могут делиться с эмитентом.

До получения листинга на бирже, компания имеет возможность начать маркетинг сделки – проводить отдельные встречи с инвесторами без участия инвестиционных банков, готовить мероприятия для всех типов инвесторов без ограничений [110]. После получения листинга акций, эмитенты, как правило, проводят публичные мероприятия с инвестиционным сообществом, а также публикуют информационные материалы, содержащие сведения о бизнесе, финансовых данных, отрасли, а также прогнозы по ключевым финансовым и операционным показателям, чего не происходит на сделках IPO – такие материалы призваны заменить классическое аналитическое покрытие. При этом такие мероприятия и материалы являются открытыми, что отражает равнозначность для сделки всех инвесторов и исключает особое положение отдельных крупнейших институциональных фондов, спрос от которых является решающим фактором на сделках IPO [65].

Имея полноценное освещение сделки среди инвесторов, обеспечив их необходимыми материалами и прогнозами для анализа, а также получив заранее от банков обратную связь институциональных инвесторов и продающих акционеров по размеру потенциального спроса и предложения, IPO переходит в стадию непосредственной реализации. За день до начала торгов биржа, по согласованию с эмитентом и финансовыми консультантами, публикует референтную стоимость компании и соответствующую стоимость

одной акции. Данная референтная стоимость устанавливается по согласованию с компанией и финансовыми консультантами, а ее значение основывается на одной из следующих вводных [74]:

- данные об актуальных сделках с акциями компании на внебиржевых торгах или на специализированных площадках с учетом информации по объему торгов и их регулярности [88];

- данные в части оценки стоимости компании в рамках проведения частных сделок в предыдущие релевантные периоды;

- данные в части оценки стоимости компании с учетом использования метода рынка капитала и сравнения с публичными конкурентами и аналогами, полученные от финансового консультанта, а также данные в части стоимости компании, полученные финансовым консультантом с использованием прочих подходов и методов оценки;

- данные в части оценки стоимости компании с учетом полученной инвестиционными банками обратной связи от институциональных инвесторов до начала публичной стадии реализации DPO.

Так, в сделке прямого листинга Spotify референтная стоимость компании рассчитана с помощью информации о частных сделках с бумагами компании, а в сделке DPO Slack референтная стоимость эмитента установлена с использованием информации о торгах бумагами на внебиржевой площадке с учетом достаточного уровня ликвидности за некоторый период времени до получения листинга [67].

Биржа, компания и финансовые консультанты работают над установлением такой референтной стоимости вместе для того, чтобы дать участникам рынка относительно квалифицированный, независимый и взвешенный взгляд на стоимость компании, а также для использования в дальнейшем при проведении аукциона определения стоимости компании в рамках сделки и открытия торгов акциями эмитента.

Референтная стоимость компании в рамках DPO является ближайшим аналогом диапазона стоимости эмитентов в процессе IPO. При этом важно

отметить, что референтная стоимость является в каком-то смысле «указателем» для участников рынка, однако это не значит, что по указанному уровню стоимости инвесторы дали обязывающие или необязывающие заявки.

Также важно помнить, что референтная стоимость компании при прямом листинге, как и стоимость компании в рамках первичного публичного предложения акций, может отличаться от цены акций, которая после будет формироваться в рамках открытых торгов на бирже. Существует позиция, что референтная стоимость чаще всего отражает стоимость компании с существенным дисконтом, который схож с дисконтом на IPO, и побуждает инвесторов к приобретению акций эмитента с потенциалом роста, приводя к увеличению значений котировок после сделки, при этом аналогичный рост котировок в среднем наблюдается на сделках IPO [119].

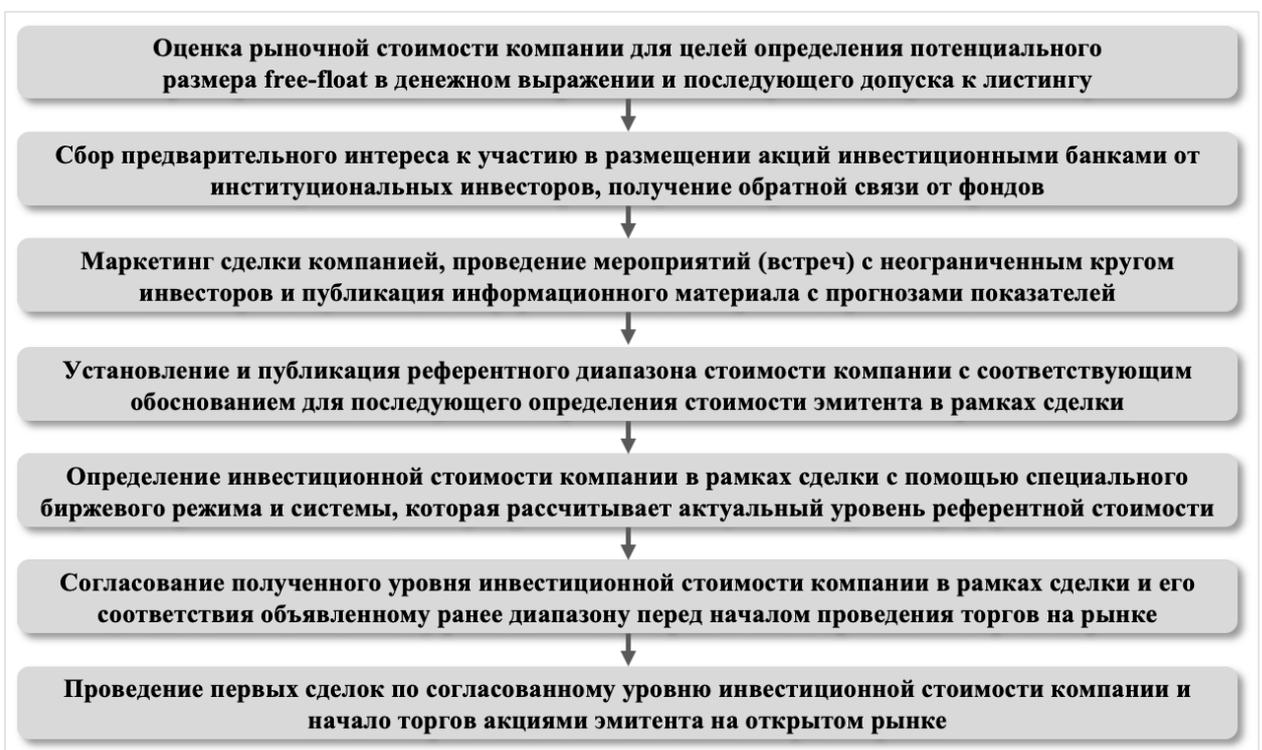
В день открытия торгов акциями компании начинается аукцион при использовании отдельного биржевого режима площадки размещения, в рамках которого все инвесторы без каких-либо ограничений могут подавать предварительные лимитные заявки на покупку акций компании с указанием определенного уровня стоимости бумаг эмитента, а акционеры компании, авторизованные для продажи бумаг в рамках сделки, могут подавать соответствующие противоположные заявки.

Все поданные заявки попадают в биржевую систему, доступ к которой имеют представители биржи и назначенный финансовый консультант компании. Биржевая система в режиме реального времени отражает полученные заявки, размер спроса и предложения по различным уровням стоимости эмитента, а также с помощью заранее раскрытых в проспекте ценных бумаг алгоритмов определяет актуальную референтную стоимость компании [73]. Потенциальные покупатели и продавцы бумаг могут корректировать свои заявки в течение определенного отведенного периода времени в рамках проводимого аукциона, пока рынок не начнет концентрироваться вокруг равновесного уровня стоимости эмитента в части

спроса и предложения. Так, в случае со сделкой Slack потребовалось до 2,5 часов для установления стоимости и начала торгов.

После достижения баланса спроса и предложения вокруг определенного уровня стоимости, финансовый консультант анализирует полученный результат с учетом имеющейся информации, в том числе полученной обратной связи от институциональных инвесторов и результатов оценки до сделки, и согласовывает с биржей открытие торгов и проведение сделок продающих акционеров с инвесторами. После проведения первых сделок по установленной стоимости компании, заявки на покупку и продажу акций подаются уже в стандартном виде в рамках регулярных правил проведения торгов на бирже, а фокус отводится на уровень ликвидности акций [89].

При проведении прямого листинга с привлечением капитала в компанию, этапы алгоритма формирования стоимости компаний в рамках сделки несколько отличаются от аналогичного алгоритма в рамках классического DPO, хоть и незначительно, как представлено на рисунке 17.



Источник: составлено автором.

Рисунок 17 – Этапы алгоритма формирования стоимости компаний в рамках сделок прямого листинга с дополнительной эмиссией акций в международной практике

Эмитенты могут привлекать капитал в рамках прямого листинга при соблюдении дополнительных правил, среди которых – раскрытие референтного диапазона стоимости компании до начала торгов вместо значения референтной стоимости, а также раскрытие количества акций, которое планируется разместить в рамках сделки. При этом стоимость компании по результатам проведения биржевого аукциона, ориентируясь на которую будут проводиться сделки при открытии торгов, должна находиться в пределах объявленного ранее референтного диапазона стоимости.

В результате компания, которая проводит DPO с дополнительной эмиссией акций, не сможет начать торги бумагами и реализовать размещение в случае, если по результатам биржевого аукциона стоимость акций эмитента, полученная при достижении баланса спроса и предложения инвесторов на ценные бумаги, окажется вне рамок объявленного диапазона.

Ранее для подобных случаев иностранные биржи предусматривали перенос размещения с внесением изменений в регистрационные документы в части диапазона стоимости эмитента. С учетом того, что такая практика вносит существенный рыночный риск в реализацию сделки, в правила внеслись изменения, которые позволили осуществить размещение по согласованию с финансовым консультантом размещения и непосредственно самим эмитентом в случаях, когда значение стоимости компании, полученное в ходе биржевого аукциона, оказывается выше или ниже объявленного ранее диапазона – в зависимости от биржи диапазон отклонений отличается: так, на NYSE допустимое отклонение составляет 20% от нижней и верхней границ диапазона, а на Nasdaq – 20% от нижней и 80% от верхней [81].

Модифицированные правила DPO также требуют от компаний заблаговременной публикации анализа чувствительности, отражающего изменение использования привлеченного капитала в случаях, когда он окажется выше или ниже предполагаемого уровня в соответствии с опубликованным референтным диапазоном стоимости компании. Такая информация, как и публикация диапазона с установленными отклонениями,

должны способствовать тому, чтобы инвесторы не вводились в заблуждение, и все участники сделки могли заранее провести необходимый анализ возможного размера эмиссии и потенциального «размытия» [85].

Проанализированные структуры DPO и соответствующие алгоритмы формирования стоимости, которые применяются в международной практике, показывают, что инструмент прямого листинга имеет множество схожих характеристик со сделками IPO, при этом его отличительные черты в части определения стоимости компаний, формируют уникальные преимущества и недостатки, которые делают такой инструмент востребованным у тех или иных групп компаний. При этом международная практика проведения DPO не стоит на месте и можно сказать, что она все еще находится в процессе становления, что подтверждается регулярными внедрениями новых правил и совершенствованием регулирования, а также наличием предложений по модификации инструмента как со стороны компаний и инвесторов, так и со стороны организаторов торгов.

Как отмечено в исследовании ранее, российская практика проведения сделок прямого листинга в последние годы ограничена лишь тремя размещениями – DPO ПАО «Группа Позитив» в 2021 г., а также сделками ПАО «СмартТехГрупп» и ПАО «Софтлайн» в 2023 г. При этом примечательно, что первая и третья сделки имели характеристики классического прямого листинга без привлечения капитала компанией, а вторая сделка структурирована с целью привлечения денежных средств эмитентом. В целом российские DPO построены на аналогичных принципах, в рамках которых подобные сделки существуют в международной практике, при этом у них есть значительные отличительные характеристики, в том числе в части алгоритма формирования стоимости компаний.

При реализации DPO на российском рынке не предполагается проведение оценки стоимости эмитента для целей определения денежного выражения потенциальных акций в свободном обращении – отечественные биржи в рамках листинга проводят проверку наличия ценных бумаг, которые

можно квалифицировать как акции в свободном обращении и их достаточность для проведения размещения. При этом отдельный акцент делается на готовности акционеров продавать свои бумаги для создания достаточного объема торгов на вторичном рынке [52].

Инвестиционные банки потенциальных эмитентов, выступающие в качестве организаторов сделки, также предлагают стратегию маркетинга для того, чтобы сделка и инвестиционная история компании получили высокий уровень огласки среди инвесторов. При этом, в отличие от международных размещений, банки действуют совместно с компаниями и предлагают большее число маркетинговых мероприятий, в том числе с институциональными инвесторами, что связано с некоторыми различиями в формировании free-float локальных и зарубежных компаний, а также необходимостью донесения ряда ключевых факторов инвестиционной привлекательности российским фондам, которые зачастую до проведения сделки не знакомы с бизнесом эмитента.

Важной особенностью такой стратегии взаимодействия с инвесторами является целеполагание – инвестиционные банки и эмитент прилагают усилия для полного охвата инвесторов и донесения ключевых особенностей инвестиционной истории для того, чтобы инвестиционные фонды стали активными покупателями акций в ходе DPO и на вторичных торгах. При этом получение обратной связи от инвесторов в отношении оценки стоимости компании является второстепенной задачей.

Как и в международной практике, российский опыт проведения прямого листинга предполагает установление референтной стоимости компании. Данное значение стоимости российские компании предоставляют бирже, которая рассчитывает относительно него максимальное дневное отклонение цены акций на торгах в целях возможной остановки торгов из-за высокой волатильности – как правило, размер отклонения составляет 40% по росту и падению котировки [56]. При этом такое значение референтной стоимости, в отличие от международных сделок, не объявляется и не распространяется среди инвестиционного сообщества.

Конкретных критериев и методики определения референтной стоимости компании в российской практике в настоящий момент не существует, однако предоставление того или иного значения бирже должно сопровождаться обоснованием. Определение референтной стоимости с учетом торгов акций на внебиржевых площадках является неактуальным по двум причинам: зачастую эмитенты не имеют торгов на частных площадках вовсе, либо ликвидность их акций крайне мала. Как правило, российские компании в качестве оснований по установлению определенного уровня референтной стоимости используют оценку стоимости бизнеса независимыми аналитиками инвестиционных банков, которые готовят в рамках сделки собственные аналитические отчеты.

Основное отличие российской практики реализации DPO от международных прецедентов заключается в определении стоимости компании в рамках сделки до начала торгов, а также определении цены открытия торгов акциями. Как отмечено ранее, согласно техническому регламенту Московской биржи, от установленной референтной стоимости компании задается диапазон с параметрами $\pm 40\%$ от ее значения. Внутри указанного диапазона продающими акционерами выставляются заявки на продажу бумаг в равном количестве с заданным интервалом, как приведено на рисунке 18.

Торги акциями компании открываются по цене соответствующих заявок у нижней границы диапазона, которые исполняются быстрее остальных в силу своей привлекательности для инвесторов. Далее, как представлено на рисунке 18, заявки по ценам за акцию выше исполняются постепенно, а некоторая часть заявок у верхней границы диапазона может остаться неисполненной – в таком случае на второй и последующие дни торгов ценными бумагами цены будут корректироваться исходя из результатов предыдущего дня, как и сам диапазон. Так, во время проведения прямого листинга ПАО «Группа Позитив» было размещено 35 заявок через равные промежутки, а соответствующий диапазон инвестиционной стоимости компании составил от 44 до 103 млрд руб. [51].

Стоимость акции, руб.	Количество акций, шт.	Комментарий
150	1 000 000	Заявки по привлекательной стоимости за акцию быстро реализовываются...
160	1 000 000	
170	1 000 000	...до уровня, выше которого инвесторы будут считать приобретение бумаг менее привлекательным вложением
180	1 000 000	Заявки по завышенной стоимости за акцию по мнению инвесторов не будут реализовываться...
190	1 000 000	
200	1 000 000	...и продающие акционеры в целях проведения сделок будут пересматривать стоимостные параметры заявок в сторону уменьшения стоимости за акцию
210	1 000 000	Таким образом, спустя некоторое время все заявки будут реализованы, а волатильность торгов бумагами будет снижаться – рынок найдет равновесие
220	1 000 000	

Источник: составлено автором.

Рисунок 18 – Иллюстративное изображение заявок на продажу бумаг от продающих акционеров в заданном диапазоне стоимости от установленной референтной стоимости акций эмитента в рамках прямого листинга на Московской бирже

Указанная структура призвана сделать поиск цены акций первого дня предельно эффективным, с постепенным сокращением уровня волатильности, а через некоторое время – достичь некоторого равновесия, которое будет обеспечено рынком. При этом процедуры согласования значения стоимости компании в рамках сделки перед запуском торгов инвестиционными банками или эмитентом подобно международным прецедентам DPO в российской практике нет в силу отсутствия процесса определения актуального значения референтной стоимости. Это означает, что в рамках алгоритма формирования стоимости компаний на российских сделках отсутствует этап установления стоимости в рамках сделки, однако присутствует этап определения широкого диапазона цены акций компании, имеющего технический характер и необходимого для выставления заявок продающими акционерами.

Таким образом, проведенный анализ реализации прямого листинга и применения алгоритма формирования стоимости компаний в рамках

подобных сделок в международной и российской практиках позволит далее в работе сформулировать и предложить собственные научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма при применении инструмента DPO отечественными компаниями в условиях трансформации экономики.

Выявленные и охарактеризованные в первой главе исследования факторы влияния на формирование стоимости компаний при публичных размещениях акций в современных условиях являются предпосылками к совершенствованию алгоритма формирования стоимости потенциальных эмитентов при использовании инструментов публичного привлечения акционерного капитала. Для определения приоритетных инструментов, которые целесообразно развивать и приспособлять к существующим изменениям на локальном рынке капитала в рамках формирования стоимости компаний, разработана матрица индивидуальных характеристик четырех ключевых инструментов публичного акционерного финансирования. Предложенная матрица позволила установить два наиболее приоритетных инструмента для российских эмитентов в условиях трансформации экономики: IPO и DPO.

Последующий анализ российских и международных практик функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала с применением IPO и DPO является основой для разработки научно-практических рекомендаций по совершенствованию алгоритма в части его адаптации к условиям трансформации отечественной экономики в следующей главе исследования.

Глава 3

Совершенствование алгоритма формирования стоимости компаний в рамках приоритетных инструментов публичного привлечения акционерного капитала в России

3.1 Развитие алгоритма формирования стоимости компаний в рамках IPO как ключевого инструмента публичного привлечения акционерного капитала на российском рынке

Новая траектория развития российского рынка акционерного капитала оказала существенное влияние на выстроенные ранее процессы проведения публичных предложений акций. После начала 2022 г. отечественный рынок принял вектор развития в качестве нового, при этом его становление как полноценного локального рынка, вероятнее всего, продлится еще некоторое неопределенное количество времени прежде, чем он будет окончательно сформирован и относительно предсказуем для его участников.

Такие фундаментальные изменения рынка и, соответственно, проведения IPO, оказали и продолжают оказывать разное влияние на отдельные этапы реализации таких сделок: где-то изменения оказались менее значительным, а где-то – более. Важнейшей частью размещений акций, которая подверглась и все еще подвергается существенным изменениям, является алгоритм формирования стоимости компаний. Результаты данного алгоритма являются определяющими при реализации сделки как для компании, так и для инвесторов. В целом можно сказать, что данный этап является наиболее тонким и чувствительным на протяжении подготовки и закрытия IPO, поэтому обращает особое внимание.

Реализация публичных размещений акций в новых условиях требует пересмотра некоторых устоявшихся ранее аспектов алгоритма формирования стоимости, который представлял собой некоторый гибрид американской

и европейской моделей, но все же более тяготеет ко второй [133]. Как выявлено ранее, в первую очередь такое преобразование происходит из-за изменений в структуре спроса на сделках, а также существенного изменения ландшафта инвесторов на российском рынке акционерного капитала в целом.

Как отмечалось ранее в работе, алгоритм формирования стоимости компаний на IPO в рамках международных сделок определялся в основном источниками спроса, подавляющая часть которого поступала от международных инвестиционных фондов – в основном имена из США, Великобритании и Континентальной Европы. При этом наличие розничного спроса стало тенденцией 2021 г., когда физические лица существенно повысили свою активность на российском рынке, однако спрос от них нельзя назвать определяющим. Дополняющая функция участия розничных инвесторов до 2022 г. определила второстепенный фокус потенциальных эмитентов на инвесторов-физических лиц.

Существенные изменения в структуре спроса на российском рынке акционерного капитала, где новой «движущей силой» теперь являются российские розничные инвесторы, стали основанием для создания различных концепций его дальнейшего развития. Несмотря на крайнюю важность розничного спроса в текущем рынке, необходимо установить его значение в части алгоритма формирования стоимости компаний при размещениях.

Большинство IPO в 2022-2024 гг. сопровождалось значительным спросом со стороны розничных инвесторов, при этом институциональные инвесторы более избирательно подходили к выбору инвестиционных историй как представлено в приложении В. За счет значительного спроса со стороны частных инвесторов, который существенно превышал спрос от институциональных, практически все перечисленные сделки могли быть завершены с аллокацией исключительно физическим лицам, что открывает возможность компаниям проводить сделки без участия фондов.

Такая формула проведения IPO также исключает институциональных инвесторов из алгоритма формирования стоимости компаний: в таком случае

актуальным становится вопрос включения в алгоритм формирования стоимости компаний в рамках размещений акций частных инвесторов вместо инвестиционных фондов.

С начала 2022 г. среди российского инвестиционного сообщества сформировалась убедительная гипотеза о том, что розничные инвесторы являются абсолютно нечувствительными к оценке стоимости эмитентов акций. При этом данная гипотеза является популярной и в международной практике [118]. Она формировалась на нескольких столпах, среди которых:

- отсутствие у розничных инвесторов необходимых компетенций для формирования профессионального взгляда на стоимость компаний;
- отсутствие возможности для участия во всех этапах сделки и в алгоритме формирования стоимости до публичного объявления сделки;
- меньше ресурсов и времени для проведения анализа [130];
- использование спекулятивных стратегий инвестирования и небольшой размер заявок;
- фактор эмоций при принятии инвестиционных решений.

Перечисленные аргументы являются справедливыми, однако их нельзя толковать применительно ко всем группам розничных инвесторов. Для формирования объективной позиции необходимо рассматривать розничных инвесторов не как однородную группу, а как структурированные подгруппы, которые имеют собственные характеристики.

Ранее в рамках исследования предложена классификация частных инвесторов в рамках четырех подгрупп, которые имеют разные инвестиционные стратегии и уровень компетенций при принятии решений, соответственно могут оказывать различное влияние на алгоритм формирования стоимости. Данная классификация показывает, что с ростом размера капитала инвестиционное поведение розничных инвесторов становится ближе к институциональным, а чувствительность к стоимости компаний на размещениях акций растет. Сравнить уровень чувствительности таких частных инвесторов с институциональными инвесторами сложно,

однако их инвестиционное поведение близко к фондам, как и размер возможных заявок на сделках, что в том числе связано с наличием компетентных внутренних или внешних консультантов.

В соответствии с предложенной авторской классификацией уровень чувствительности к оценке стоимости компаний постепенно снижается от инвесторов первой категории до четвертой. При этом стоит отметить общий рост чувствительности по всем выделенным сегментам – это происходит за счет роста числа IPO, в которых инвесторы принимают участие и приобретают определенный опыт, естественным образом повышая свои инвестиционные компетенции. Данная тенденция характерна как для российского рынка в настоящий момент, так и для международного рынка на протяжении последних нескольких лет [79].

Наличие чувствительности к оценке у розничных инвесторов означает, что потенциально их позицию можно использовать в алгоритме формирования стоимости компаний в рамках IPO [8]. Однако актуальным становится вопрос консолидации взглядов частных инвесторов, что является очевидной необходимостью ввиду кратного превышения их числа над фондами и невозможности получения и обработки обратной связи от всех.

Решением является возможность установления определенных лиц, мнение которых репрезентативно отражает позицию той или иной группы розничных инвесторов. При этом, в силу различий между частными инвесторами, для каждой их группы они будут отличаться:

- первая категория – персональные банкиры или другие внешние консультанты, внутренние портфельные управляющие, независимые аналитики, которые проводят комплексный анализ инвестиционной истории с соответствующим полноценным отчетом;
- вторая и третья категории – клиентские менеджеры и финансовые консультанты, независимые аналитики, которые проводят анализ инвестиционной истории, а также некоторые инфлюенсеры – лидеры мнений,

которые выражают свою позицию на собственных информационных платформах (СМИ) или в социальных сетях;

– четвертая категория инвесторов – широкий круг инфлюенсеров на различных платформах (СМИ) и в социальных сетях.

Наличие у инвесторов первой категории портфельных управляющих делает их ближе к инвестиционным фондам (семейным офисам). Несмотря на самостоятельность принятия решений персональными банкирами, они опираются на аналитику и учитывают интерес к размещению со стороны фондов как один из индикаторов, что говорит о наличии институциональной природы у некоторых частных инвесторов из данного сегмента. При этом возможность эффективного сбора и консолидации обратной связи от персональных банкиров, клиентских менеджеров и финансовых консультантов ограничена в силу их многочисленности даже внутри отдельно взятых инвестиционных банков и брокеров.

Альтернативной для консолидации позиций розничных инвесторов могут стать инфлюенсеры, которые ведут собственные информационные платформы, где транслируют позицию относительно инвестиционной привлекательности тех или иных бумаг, вступая в регулярный диалог с частными инвесторами. Число таких «лидеров мнений» постепенно растет, а аудитория наиболее крупных из них может превышать информационные платформы крупнейших российских брокеров и некоторых СМИ. При этом важно отметить, что многие из них в том числе ведут стратегии доверительного управления капиталом инвесторов.

В контексте участия в алгоритме формирования стоимости важна объективность взглядов инфлюенсеров, ведь компании тратят существенные бюджеты на PR-кампании, а вознаграждение за рекламу – это один из основных каналов заработка информационных платформ. Анализ показывает, что подавляющее большинство «лидеров мнений» публикует материалы с позитивным взглядом на инвестиционную историю эмитентов в рамках IPO, при этом лишь небольшое число из них на некоторых сделках выражает

обратное мнение, либо придерживается нейтральной позиции, что демонстрируют результаты в таблице 9.

Таблица 9 – Анализ публикаций 10 крупных российских инфлюенсеров в рамках 20 последних IPO на Московской бирже, завершенных в 2023-2024 гг.

Взгляд:	Позитивный	Нейтральный	Негативный
Инфлюенсер №1	18 сделок (90%)	2 сделки (10%)	0 сделок (-)
Инфлюенсер №2	17 сделок (85%)	3 сделки (15%)	0 сделок (-)
Инфлюенсер №3	16 сделок (80%)	3 сделки (15%)	1 сделка (5%)
Инфлюенсер №4	15 сделок (75%)	4 сделки (20%)	1 сделка (5%)
Инфлюенсер №5	15 сделок (75%)	3 сделки (15%)	2 сделки (10%)
Инфлюенсер №6	15 сделок (75%)	3 сделки (15%)	2 сделки (10%)
Инфлюенсер №7	14 сделок (70%)	5 сделок (25%)	1 сделка (5%)
Инфлюенсер №8	13 сделок (65%)	5 сделок (25%)	2 сделки (10%)
Инфлюенсер №9	11 сделок (55%)	7 сделок (35%)	2 сделки (10%)
Инфлюенсер №10	10 сделок (50%)	3 сделки (15%)	7 сделок (35%)

Источник: составлено автором.

Помимо влияния коммерческой составляющей, в число недостатков также можно отнести непрозрачность получения обратной связи от инвесторов, а также уровень соответствующих компетенций «лидеров мнений». С учетом выявленных рисков, возможность эффективного получения объективной и репрезентативной консолидированной позиции розничных инвесторов посредством инфлюенсеров на IPO является ограниченной, что не позволяет использовать ее в рамках алгоритма формирования стоимости компаний.

Представленные результаты анализа позволяют сделать вывод о наличии различного уровня чувствительности к оценке стоимости акций у отдельных групп российских розничных инвесторов, а также о невозможности проведения оптимальной консолидации мнений частных инвесторов и использования их позиции в рамках алгоритма формирования стоимости компаний при реализации IPO на локальном рынке в новой

экономической действительности, несмотря на их преобладающее положение в структуре совокупного спроса на сделках [101].

Полученные результаты анализа являются основанием для выдвижения научно-практической рекомендации, в рамках которой выстраивание оптимального алгоритма формирования стоимости компаний при реализации IPO на российском рынке в текущих условиях не может осуществляться с участием локальных розничных инвесторов несмотря на их доминирующее положение в структуре спроса и торгов – частные инвесторы не могут заменить институциональных инвесторов при оценке акционерного капитала компаний на первичных публичных размещениях.

Несмотря на то, что розничные инвесторы не оказывают влияние на алгоритм формирования стоимости компаний, подавляющий размер спроса с их стороны позволяет проводить размещения акций без участия институциональных инвесторов – это беспрецедентная возможность для российского рынка акционерного капитала. В таком случае стоимость компании будет формироваться в результате взаимодействия двух сторон на сделке – компании и независимых аналитиков инвестиционных банков, при этом основной вклад будет внесен последними.

Однако институциональные инвесторы играют ключевую роль в алгоритме формирования стоимости компаний в рамках размещений акций по следующим причинам:

- команды инвестиционных фондов состоят из компетентных лиц с опытом, что делает их в некотором смысле «центрами экспертизы»;
- участие институциональных инвесторов в сделках сопровождается существенной работой и анализом инвестиционной истории компании как до публичной стадии размещения, так и после;
- институциональные инвесторы управляют капиталом большого числа физических и юридических лиц, а их стратегии имеют определенную и регламентированную форму, в том числе в части анализа активов и коллективного принятия решений (инвестиционные комитеты);

- фонды являются наиболее осведомленными участниками рынка капитала, регулярно осуществляющими встречи с компаниями, поэтому они обладают «эксклюзивным» доступом к информации;
- принятие инвестиционных решений – это основная деятельность фондов, на которой они сконцентрированы ежедневно;
- институциональные инвесторы используют различные подходы и методы оценки стоимости потенциальных эмитентов, при этом они не только формируют свое мнение, но и принимают на его основании решение о покупке акций на существенные суммы денежных средств.

Исключение фондов влечет за собой искажение алгоритма формирования стоимости компаний на IPO, что приводит к существенным негативным последствиям на вторичном рынке и в дальнейшей публичной жизни компании. Таким образом, оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости российских компаний в рамках IPO в новом рынке возможно достичь только при участии институциональных инвесторов [101]. Доказательство данного тезиса представляется с помощью анализа влияния отобранных релевантных показателей завершенных сделок с 2022 г. на оценку стоимости эмитентов, как представлено в приложении Г.

Критерий оптимальности функционирования алгоритма формирования стоимости компаний на IPO рассматривается с помощью анализа его соответствующих результатов. Как отмечалось ранее, при правильном функционировании алгоритма рыночная капитализация компании после проведения сделки должна стремиться к значению ее рыночной стоимости. Данный феномен обуславливается тем, что размещение акций проводится в рамках оценки инвестиционной стоимости компании, которая предполагает наличие IPO-дисконта к ее рыночной стоимости.

Поэтому для проведения анализа предлагается рассматривать значение отдельного коэффициента, который отражает отношение рыночной капитализации компании после сделки к значению ее рыночной стоимости акционерного капитала, как представлено в рамках формулы (1)

$$K_{\text{раскрытия стоимости (pc)}} = \frac{MC}{EqV}, \quad (1)$$

где K_{pc} – это коэффициент раскрытия стоимости;

MC – это рыночная капитализация компании на определенный момент времени после проведения IPO;

EqV – это рыночная стоимость акционерного капитала компании, приведенная на момент IPO, представлено в приложении Д.

Для исследования и апробации выдвинутой научно-практической рекомендации отобрано 13 IPO на российском рынке акционерного капитала в период с 2022 г. по апрель 2024 г. (сделки размером не менее 300 млн руб.), когда котировки акций эмитентов постепенно восстанавливались. Сделки, проведенные после указанного периода (8 IPO), исключены из анализа из-за начавшейся на рынке существенной коррекции – включение данных IPO в выборку приведет к неверным результатам и выводам, при этом отобранный перечень сделок покрывает достаточно широкий спектр характеристик размещений, исключение – IPO МТС Банка, которое является пограничным с точки зрения периода реализации. Несмотря на ограниченное число сделок в новой реальности, анализ собранной и обработанной информации позволяет исследовать влияние институциональных инвесторов на оценку и формирование стоимости компаний в рамках IPO.

При этом важно отметить, что на динамику коэффициента раскрытия стоимости после реализации публичного размещения акций оказывает влияние множество различных факторов – как внутренних, так и внешних:

- макроэкономическая конъюнктура в стране и связанные с ней факторы, денежно-кредитная политика Банка России, а также аномалии на рынке акционерного капитала, вызванные геополитическим напряжением и санкционным давлением;

- развитие сектора экономики, в рамках которого работает эмитент, соответствующие события и тренды в индустрии, законодательные изменения, а также усиление конкурентного ландшафта в секторе;
- реализация представленной в рамках проведения IPO стратегии развития компании, включая выход на новые для эмитента рынки, создание дополнительных значимых для бизнеса продуктов и прочее;
- финансовые и операционные результаты (показатели) компании, в том числе достижение представленных в рамках IPO планов и целей;
- наличие на рынке капитала различных инвестиционных альтернатив, обеспечивающих высокую краткосрочную доходность;
- недостаточный уровень взаимодействия и контактов с инвестиционным сообществом, снижение ликвидности, сокращение базы инвесторов, а также существенно более скромные результаты по сравнению с другими публичными компаниями аналогичного сектора экономики.

Анализ коэффициента раскрытия стоимости проводится изолированно от представленных факторов влияния ввиду невозможности их полноценного учета, в связи с чем он рассматривается в динамике при использовании значений рыночной капитализации компаний на следующих временных точках после начала торгов на бирже, как указано в приложении Е:

- один день – существенная часть IPO-дисконта к рыночной стоимости компании реализуется в первый день торгов;
- два дня – в случае значительного роста или падения котировок торги на бирже могут быть приостановлены, в результате чего цена акции найдет свое первое равновесное значение лишь на второй день торгов, поэтому данная временная точка является наиболее репрезентативной;
- одна неделя – первые дни торгов характеризуются высокой волатильностью и повышенными объемами торгов, после чего объемы и цена акций стабилизируются;
- один месяц – первый продолжительный отрезок после сделки, к окончанию которого структура акционеров становится устойчивой;

– два месяца – окончание периода стабилизации и «периода тишины» после проведения сделки, появление первых публичных результатов, а также аналитического покрытия.

Более длинный горизонт, несмотря на репрезентативность в части раскрытия стоимости, в том числе благодаря публикации результатов компаний и отслеживания достижимости заявленных прогнозных показателей, не рассматривается ввиду отсутствия в настоящий момент соответствующих данных, а также существенной коррекции рынка.

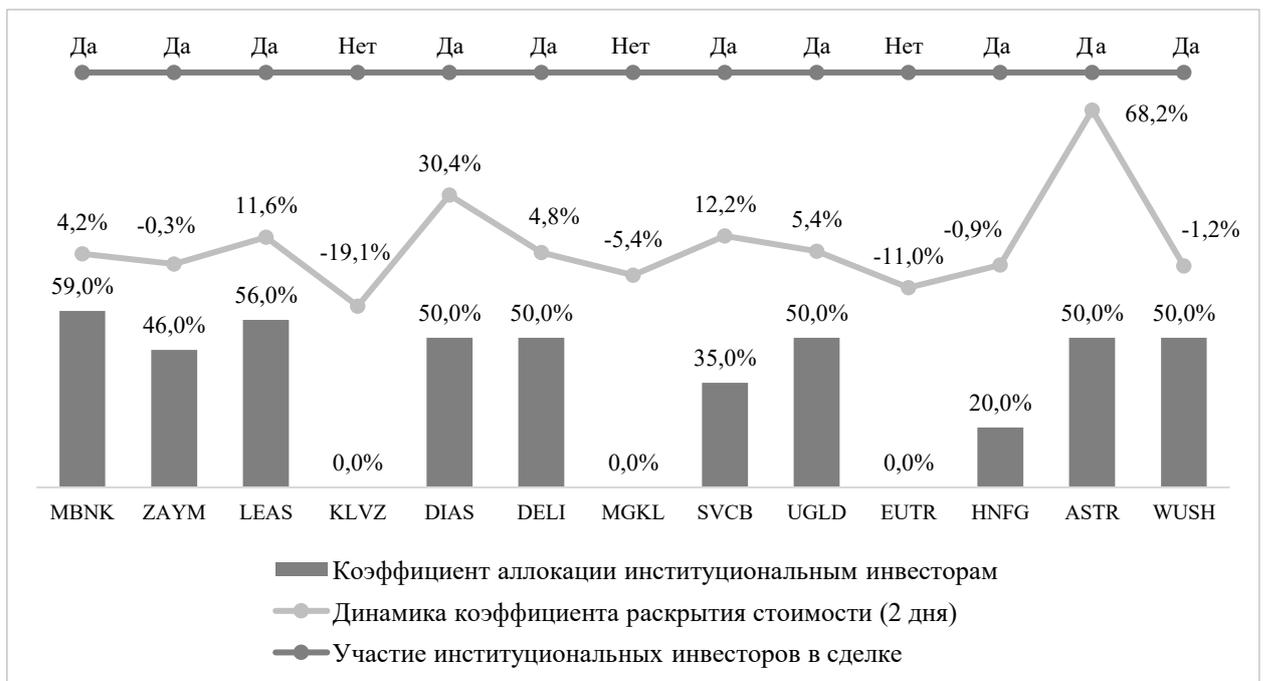
В целях расчета коэффициента раскрытия стоимости рыночная капитализация компаний определяется как произведение количества акций на цену акций после сделки. Рыночная стоимость акционерного капитала компаний определяется как среднее значение результатов оценки рыночной стоимости акционерного капитала независимыми аналитиками синдиката, раскрытыми в соответствующих аналитических отчетах по сделкам, с учетом привлеченного в рамках размещений капитала.

Отобранная система показателей характеризует участие институциональных инвесторов в российских IPO и, соответственно, в алгоритме формирования стоимости компаний в рамках размещений акций [98]. Результаты анализа влияния и непосредственно природы такого влияния данных показателей на коэффициент раскрытия стоимости в рамках реализованных в России IPO позволят подтвердить или опровергнуть гипотезу, а также стать основанием для выдвижения научно-практической рекомендации потенциальным локальным эмитентам акций.

Первым и наиболее очевидным выдвинутым показателем является участие институциональных инвесторов в IPO, то есть покупка фондами бумаг непосредственно в рамках сделки. Анализ влияния данного показателя, приведенного в приложении Ж, делается на базе допущения о том, что инвесторы, купившие акции компании при размещении, принимали участие в алгоритме формирования стоимости компании, проделали существенную

аналитическую работу, в том числе по оценке, а также делились обратной связью и собственной позицией по ходу реализации IPO.

Представленные данные и результаты анализа в основном подтверждают наличие взаимосвязи между коэффициентом раскрытия стоимости и показателем: так, динамика коэффициента является отрицательной по всем IPO, где институциональный спрос отсутствовал: KLVZ, MGKL и EUTR. При этом по большей части сделок с участием инвестиционных фондов динамика коэффициента раскрытия стоимости на выделенных временных точках является положительной – MBNK, LEAS, DIAS, DELI, SVCB, UGLD, ASTR, что приведено на рисунке 19.



Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64] и по произведенным расчетам.

Рисунок 19 – Результаты анализа влияния участия институциональных инвесторов на IPO и размера аллокации институциональным инвесторам по итогам размещения акций на значение коэффициента раскрытия стоимости (2 дня)

Следующий выдвинутый показатель включает в себя значение предыдущего, при этом количественно его уточняет – аллокация институциональным инвесторам по результатам сделки. Получение фондами бумаг в рамках IPO уже подразумевает их участие в сделке, однако размер

аллокации непосредственно демонстрирует количество бумаг, которое получают фонды от общего размера сделки, отражая их долю по сравнению с другими типами инвесторов, как представлено в приложении Ж.

Итоги анализа взаимосвязи коэффициента раскрытия стоимости и аллокации институциональным инвесторам демонстрируют практически аналогичные результаты с ранее представленным анализом их участия в IPO, при этом проанализировать влияние на коэффициент размера аллокации фондам не представляется возможным ввиду того, что по подавляющему большинству размещений оно находится вблизи 50%.

Однако показательным является IPO HNFG: несмотря на участие в сделке институциональных инвесторов, динамика коэффициента раскрытия стоимости оказалась отрицательной. Объяснением данного исключения является существенно более низкая аллокация фондам (20%) по сравнению с другими сделками, что говорит об их ограниченном участии в сделке, которое стало малозначительным для алгоритма формирования стоимости компании.

Также данное исключение объясняется другим отобранным показателем – покрытием книги институциональными инвесторами до начала сбора заявок в какой-либо доле от размера сделки – представлено в приложении И. Такие сообщения указывают на то, что институциональные инвесторы принимали участие в анализе компании на этапе подготовки размещения, делились соответствующей обратной связью и индицировали размер собственного спроса по определенному уровню инвестиционной стоимости, который входит в объявленный компанией диапазон стоимости. В рамках IPO HNFG и WUSH подобные сообщения отсутствовали.

Более точное представление об интересе инвесторов к размещению и их участию в IPO дает значение коэффициента переподписки. Коэффициент переподписки на сделке отражает размер спроса от всех инвесторов, непосредственно указывая на интерес к IPO. Компании не раскрывают уровень переподписки размещения различными типами инвесторов, поэтому в исследовании существует допущение, что при участии институциональных

инвесторов в сделке и достижении значительного коэффициента аллокации фондам, общий коэффициент переподписки отражает индикативный уровень спроса с их стороны, как представлено на рисунке 20.



Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64] и по произведенным расчетам.

Рисунок 20 – Результаты анализа влияния коэффициента переподписки в рамках IPO на значение коэффициента раскрытия стоимости (2 дня)

Результаты исследования представленных данных указывают на наличие взаимосвязи между коэффициентом переподписки и коэффициентом раскрытия стоимости: более высокое значение спроса инвесторов приводит к более существенной положительной динамике капитализации после сделки, что позволяет приблизиться к значению рыночной стоимости акционерного капитала компании. Наибольшая положительная динамика коэффициента раскрытия стоимости наблюдается у IPO, имеющих наибольшую переподписку – MBNK, LEAS, DIAS, SVCB и ASTR.

Природа отрицательной динамики коэффициента раскрытия стоимости по сделкам ZAYM и WUSH, которые характеризуются участием институциональных инвесторов и высокой аллокацией инвестиционным фондам, объясняется низким значением коэффициентов переподписки. Это

означает, что спрос со стороны институциональных инвесторов ограничен, что в том числе может быть следствием различных ожиданий и позиций в части оценки стоимости компаний в рамках IPO.

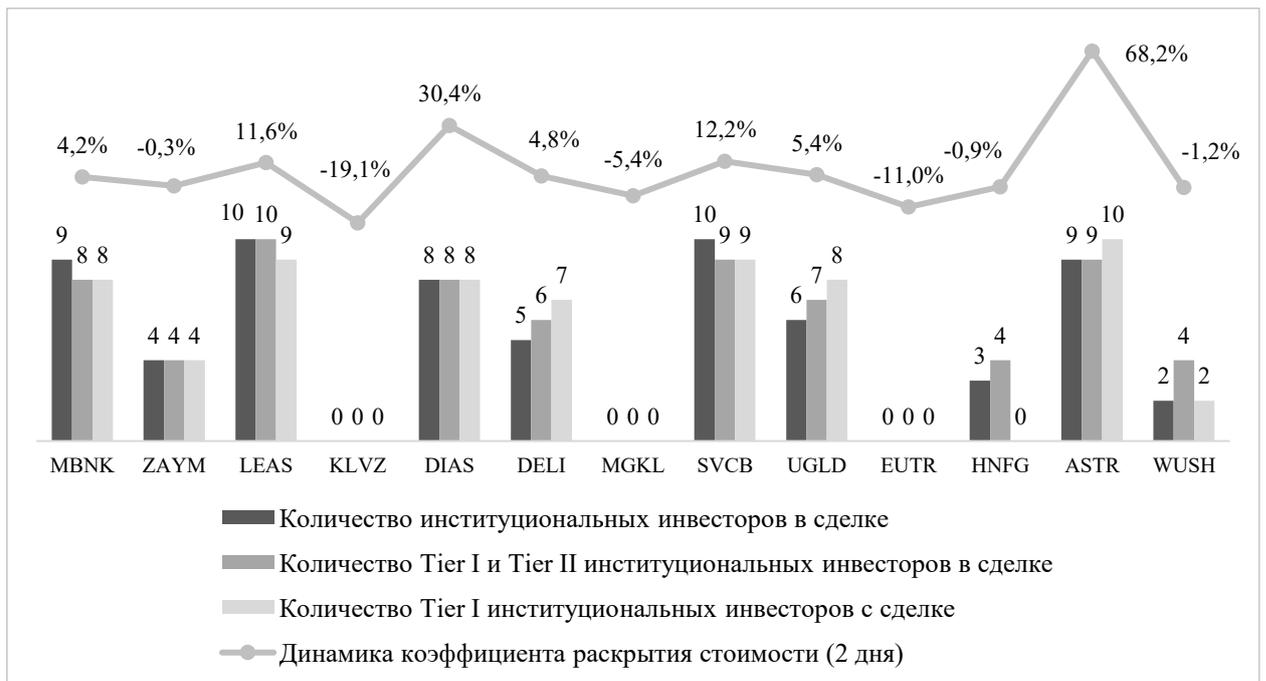
Данные сделки являются ярким отражением того, что для оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний на первичных размещениях акций важны не только факт участия институциональных инвесторов в сделке и наличие сбалансированной аллокации в части распределения бумаг по различным типам инвесторов, но и высокий спрос со стороны инвестиционных фондов.

Другими ключевыми параметрами полноценного вовлечения институциональных инвесторов в алгоритм формирования стоимости являются количественный состав фондов в IPO, а также число фондов различных категорий, определенных в приведенной авторской классификации, которые приняли участие в сделке, как приведено в приложении Ж.

Показатель количества институциональных инвесторов, принявших участие в IPO, отражает «глубину» спроса и интереса со стороны фондов, которую нельзя определить по выделенным и проанализированным показателям. Наличие значительного числа инвестиционных фондов, купивших акции компании в рамках сделки, демонстрирует их высокий уровень участия в алгоритме формирования стоимости, а также наличие некоторого консенсуса по значению инвестиционной стоимости акционерного капитала компании, по которой осуществляется размещение. Чем больше институциональных инвесторов проводит работу над анализом компании в рамках сделки и оценкой стоимости компании, тем более объективными для рынка становятся результаты IPO, как представлено на рисунке 21.

Результаты проведенного анализа демонстрируют взаимосвязь между количеством институциональных инвесторов в IPO и динамикой коэффициента раскрытия стоимости: большее число фондов-участников сделки говорит об их более полноценном вовлечении в алгоритм

формирования стоимости и приводит к росту коэффициента раскрытия стоимости (MBNK, LEAS, DIAS, DELI, SVCB, UGLD, ASTR). Ограниченное участие институциональных инвесторов в сделке (ZAYM, HNFG, WUSH) приводит к отрицательной динамике коэффициента раскрытия стоимости, как и их отсутствие (KLVZ, MGKL, EUTR).



Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64] и по произведенным расчетам.

Рисунок 21 – Результаты анализа влияния количества институциональных инвесторов различных типов и категорий (по авторской классификации), принявших участие в IPO, на значение коэффициента раскрытия стоимости (2 дня)

Как и в случае с локальными розничными инвесторами, российские институциональные инвесторы – это неоднородная группа. Различные структуры организации, источники привлечения средств, аналитические команды, опыт и ресурсы, стратегии инвестирования, а также подходы и методы проведения оценки бизнеса и, соответственно, чувствительность к оценке. Однако влияние различных категорий институциональных инвесторов на алгоритм формирования стоимости компаний в рамках IPO отличается. Поэтому в исследовании предложена собственная классификацию инвестиционных фондов на российском рынке капитала, состоящая из трех

категорий, с теоретической точки зрения имеющих различное значение для функционирования алгоритма формирования стоимости компаний.

Дополнением к установленным взаимосвязям, которое позволяет точнее понять природу влияния институциональных инвесторов на оценку стоимости компаний в рамках сделки, являются результаты анализа показателей количества инвесторов первой и второй категорий, принявших участие в сделке. Такие фонды имеют более квалифицированные и опытные команды, в большинстве случаев следуют долгосрочным стратегиям инвестирования и подают крупные заявки, используют обширный инструментарий анализа и оценки, а также более остальных фокусируются на IPO и делятся обратной связью с компанией, формируя собственную позицию.

Из представленных данных на рисунке 21 можно сделать однозначный вывод, что большее число фондов-участников первой категории в сделке приводит к положительной динамике коэффициента раскрытия стоимости. При этом показательными являются сделки DELI и UGLD: несмотря на умеренное число институциональных инвесторов в сделках по сравнению с другими, коэффициент раскрытия стоимости демонстрировал рост на всех отобранных временных точках. Объяснением такой положительной динамики является участие фондов Tier I категории, которые проявили значительный интерес к данным сделкам и полноценно взаимодействовали в рамках алгоритма формирования стоимости.

Другим важным следствием, выявленным при проведении анализа, является максимальное значение, принимаемое коэффициентом раскрытия стоимости, приведенном в приложении Е. Именно на IPO с существенным участием фондов первой категории положительная динамика коэффициентов раскрытия стоимости позволяет достигать на отобранных временных точках значения в диапазоне ок. 0,9х-1,0х и выше – это означает, что рыночная капитализация данных компаний вплотную приближается к рыночной стоимости их акционерного капитала: MBNK (0,9х), LEAS (0,9х), DIAS (1,1х), DELI (1,1х), SVCB (1,1х), UGLD (0,9х) и ASTR (1,3х). Представленные

прецеденты отражают особую важность участия ведущих институциональных инвесторов в размещениях для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний.

Выявленная взаимосвязь последующих отобранных показателей в том числе отражает ключевые последствия, с которыми сталкиваются компании в случаях, когда работа алгоритма формирования стоимости в рамках IPO искажена вследствие отсутствия участия или неполноценного участия институциональных инвесторов. Первым и ключевым последствием является установление неоптимальной оценки стоимости акционерного капитала компаний в рамках сделки, а точнее – его переоценка и несоответствие ожиданиям по инвестиционной стоимости от участников рынка, как указано в приложении И и приложении К.

Как видно из представленных данных, размер IPO-дисконта к рыночной стоимости акционерного капитала не зависит от участия в сделке институциональных инвесторов – все дело в различных подходах и методах оценки аналитиками, а также в качестве и количестве аналитического покрытия в рамках сделок, которое определяет объективность и корректность полученных данных. При этом анализ IPO-дисконта (премии) с учетом мультипликаторов компаний-аналогов и соответствующих коэффициентов оценки на IPO по методу рынка капитала [122] дает обратные результаты.

В размещениях акций, которые сопровождались участием институциональных инвесторов, коэффициент оценки на IPO по методу рынка капитала находится в диапазоне от 0,6х до 1,0х, что объясняется различным позиционированием относительно компаний-аналогов. Одновременно в сделках без участия инвестиционных фондов данный коэффициент составляет от 1,5х до 1,9х, что говорит о существенной переоценке компаний. Таким образом, участие институциональных инвесторов влияет на установление более консервативной оценки в рамках IPO, однако способствует достижению капитализацией значений рыночной стоимости после сделки.

Последними отобранными показателями являются размер компании и размер размещения в денежном выражении, приведенные в приложении И. Небольшой размер сделки и капитализации компании повышают вероятность ограниченного участия в сделке институциональных инвесторов (KLVZ, MGKL, WUSH) в силу нескольких причин, включая низкую ожидаемую ликвидность и незначительность инвестиции по сравнению с размерами фондов под управлением. При этом более существенный размер сделки привлекает инвесторов всех категорий, что положительно влияет на алгоритм формирования стоимости на сделке (MBNK, LEAS, SVCB, UGLD).

Из этого следуют другие выявленные последствия для компаний при искажении алгоритма формирования стоимости вследствие отсутствия участия или ограниченного участия институциональных инвесторов: динамика котировок на вторичном рынке, достижимый уровень ликвидности и волатильность акций, указанные в приложении Л.

Высокая вероятность снижения котировок акций после IPO продемонстрирована при изучении динамики рыночной капитализации и коэффициента раскрытия стоимости. Однако важно отметить, что при падении котировок институциональные инвесторы с учетом частичной аллокации в рамках сделки видят для себя возможность собрать желаемый пакет бумаг на вторичном рынке по более привлекательной оценке, что в свою очередь поддерживает динамику акций. Данный фактор можно назвать естественной стабилизацией, которая возможна только при участии фондов.

Полноценное участие институциональных инвесторов в IPO приводит к достижению высоких показателей ликвидности ценных бумаг на вторичном рынке (MBNK, LEAS, DIAS, DELI, SVCB, UGLD, ASTR), в то время как отсутствие участия фондов влечет за собой низкую ликвидность (ZAYM, KLVZ, MGKL, EUTR, HNFG, WUSH). Аналогичная ситуация с показателями волатильности акций: участие фондов способствует более низким уровням волатильности на рынке и меньшему уровню максимального падения цены бумаг относительно оценки на IPO, как представлено в приложении Л.

Итоги проведенного исследования позволяют сделать вывод о наличии взаимосвязи между полноценным участием инвестиционных фондов и достижением оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в рамках сделок IPO на российском рынке в новой экономической действительности [98]. Результаты анализа являются основанием для выдвижения научно-практической рекомендации относительно необходимости выстраивания алгоритма формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций с обязательным участием институциональных инвесторов, при этом особую важность представляет вовлечение институциональных инвесторов первой категории по разработанной авторской классификации. Следование данной рекомендации компаниями не только приведет к корректному формированию стоимости акционерного капитала в рамках сделки, но и позволит добиться положительной динамики котировок на вторичном рынке, а также лучших показателей ликвидности и волатильности бумаг.

Представленные результаты анализа также подтверждают важность установления правильного подхода к расчету показателя IPO-дисконта в рамках алгоритма формирования стоимости компании на сделке, в том числе учитывая используемые подходы и методы оценки стоимости бизнеса.

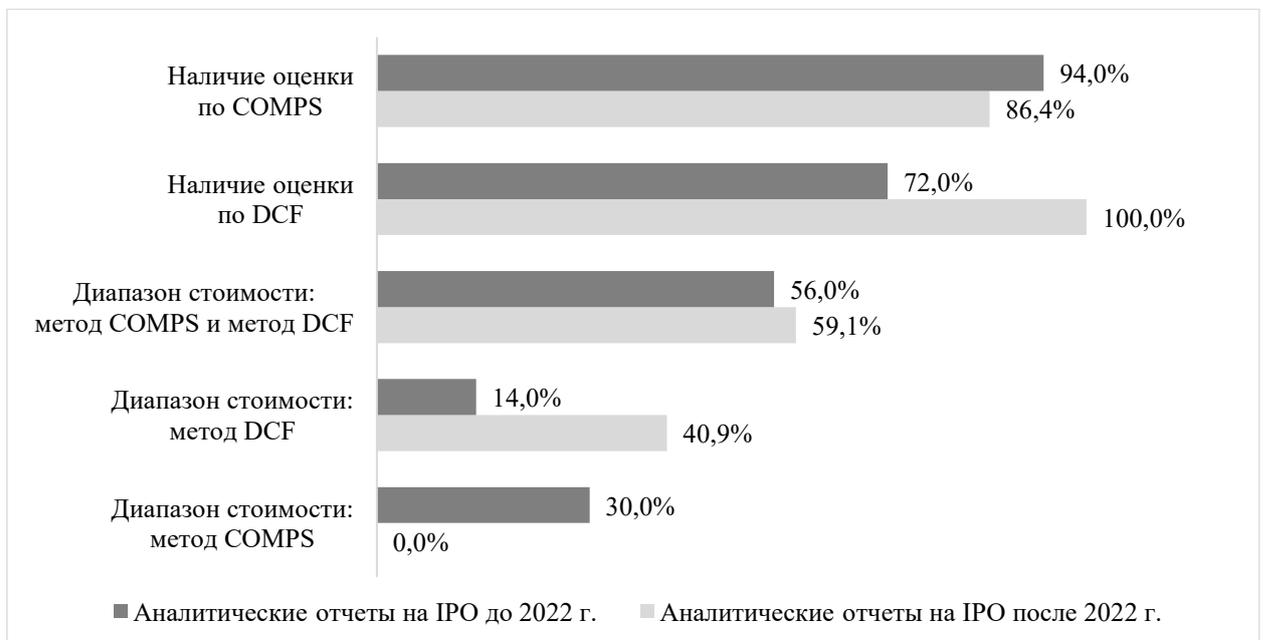
Вопрос оптимального подхода к оценке стоимости компаний на IPO являлся актуальным и до 2022 г. Можно сказать, что среди работ различных представителей научного и финансового сообществ просматривался некоторый консенсус: сравнительный подход является основным на размещениях [124], а доходный – вспомогательным, в том числе в силу неопределенности его результатов, который скорее позволяет определить верхнюю границу ценового диапазона [116].

При этом также существует позиция о том, что доходный подход не совсем корректно использовать для определения верхней границы диапазона стоимости, поскольку он создает неправильное представление у компаний и продающих акционеров, что приводит к ошибочным и завышенным

ожиданиям. В данной логике доходный подход должен применяться в качестве вспомогательного, верифицирующего результаты сравнительного и показывающего потенциал дополнительного роста [7].

Доходный подход, в частности метод дисконтированных денежных потоков, в том числе использовался до 2022 г. независимыми аналитиками при написании отчетов по IPO. Как правило, его функция заключалась в нескольких аспектах: а) определение дальнейшего потенциала роста акций компании после проведения сделки; б) стресс-тестирование для расчета доходности при негативном сценарии развития компании; в) верификация результатов оценки в рамках сравнительного подхода и аргументация размера дисконта или премии к значениям мультипликаторов компаний-аналогов.

Несмотря на это, диапазон рыночной стоимости акционерного капитала в большинстве случаев базировался именно на методе рынка капитала с учетом использования зарубежных аналогов, изредка отклоняясь от данной практики. Однако опыт проведения IPO с 2022 г. в России претерпел определенные изменения, приведенные на рисунке 22.



Источник: составлено автором по материалам [62; 64].

Рисунок 22 – Анализ используемых методов оценки стоимости бизнеса в аналитических отчетах в рамках IPO до 2022 г. и после 2022 г. (совокупно 20 сделок), где COMPS – метод рынка капитала, а DCF – метод дисконтированных денежных потоков

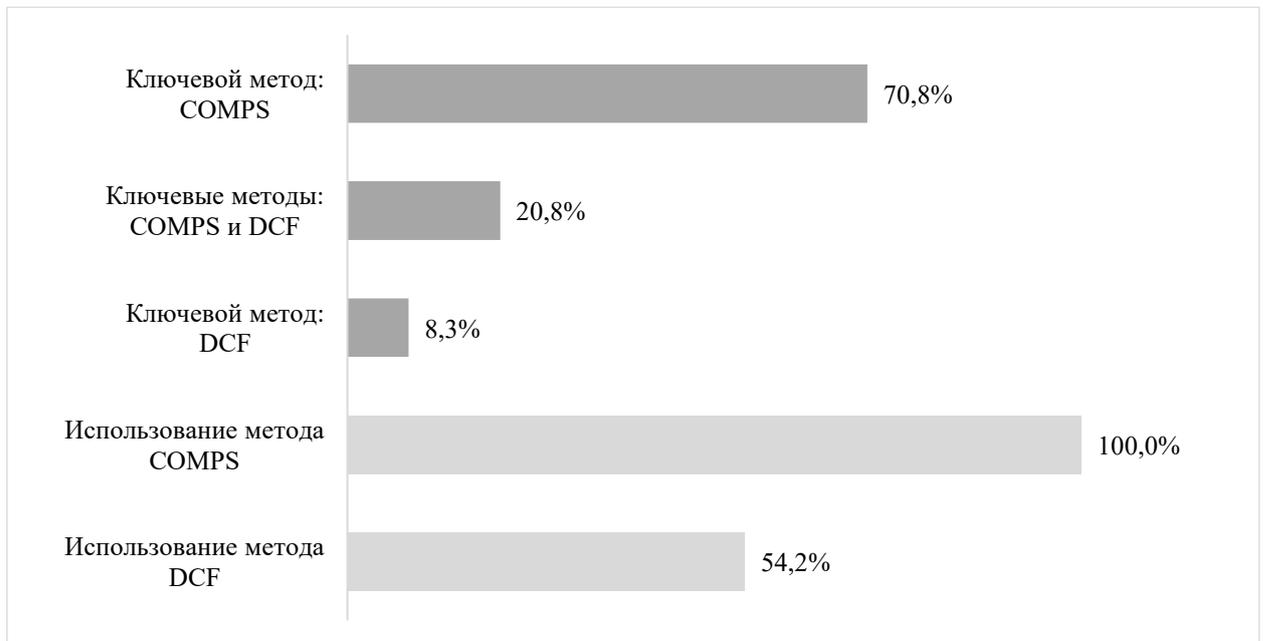
Проведенный анализ более 100 аналитических отчетов 20 сделок в рамках российских IPO, реализованных до и после 2022 г., показывает, что независимые аналитики для определения диапазона рыночной стоимости бизнеса сегодня используют либо исключительно доходный подход, либо два подхода: нижняя граница – сравнительный, верхняя граница – доходный. Важно отметить, что диапазоны рыночной стоимости по методу дисконтированных денежных потоков встречаются в 41% современных отчетов по сравнению с 14% до 2022 г., при этом диапазоны по методу рынка капитала отсутствуют вовсе, тогда как ранее они встречались практически в каждом третьем отчете. Подобная тенденция может быть объяснена несколькими аспектами:

- отмеченный локальный характер российского рынка акционерного капитала, который делает менее объективным использование иностранных сопоставимых компаний при оценке стоимости эмитента;
- ограниченность выборки российских публичных компаний, что отражает низкую «глубину» рынка капитала, которые могут рассматриваться в качестве аналогов;
- существенно большее число быстрорастущих компаний на ранних этапах своего развития, например, имеющих явную стратегию импортозамещения и низкую базу по финансовым показателям;
- заниженные результаты при использовании метода рынка капитала в периоды высокой волатильности и нестабильности на рынке капитала, характерные для современного российского рынка.

Таким образом, наблюдается смещение фокуса независимых аналитиков в сторону метода дисконтированных денежных потоков при оценке рыночной стоимости компаний в рамках IPO после 2022 г. При использовании же метода рынка капитала, некоторые аналитические отчеты (около 15%) все еще содержат сравнение с иностранными компаниями-аналогами, иногда для информации пользователей отчета без влияния на результаты оценки.

Несмотря на такой выявленный перевес в сторону метода дисконтированных денежных потоков у независимых аналитиков при реализации IPO в новой экономической действительности, подобный тренд в части оценки стоимости компаний локальными институциональными инвесторами не прослеживается. Российские инвестиционные фонды используют как доходный, так и сравнительный подход, при этом большая часть инвесторов в рамках IPO при оценке стоимости компаний ориентируется на результаты метода рынка капитала, что приведено на рисунке 23.

Анонимный опрос 20 российских институциональных инвесторов представленный в приложении М, показывает, что в рамках анализа при проведении оценки стоимости компаний на IPO инвестиционные фонды в 100% случаев используют метод рынка капитала, а метод дисконтированных денежных потоков применяет лишь половина из них. При этом еще более показательным является тот факт, что 71% отечественных институциональных инвесторов считает метод рынка капитала ключевым при оценке стоимости компаний в рамках реализации IPO.



Источник: составлено автором по материалам приложения М.

Рисунок 23 – Результаты опроса российских институциональных инвесторов по применяемым методам оценки стоимости компаний в рамках IPO, где COMPS – метод рынка капитала, а DCF – метод дисконтированных денежных потоков

Несмотря на то, что на многих развивающихся рынках капитала, в отличие от развитых, существует тренд на предпочтительное использование метода дисконтированных денежных потоков в рамках оценки стоимости компаний на IPO [120], российские институциональные инвесторы при проведении оценки эмитентов в основном опираются на метод рынка капитала. Такая практика среди отечественных инвестиционных фондов сложилась и осталась неизменной после 2022 г. по нескольким причинам и предпосылкам развития российского рынка капитала:

- абсолютное доминирование на российском рынке капитала до 2022 г. иностранных институциональных инвесторов, использующих метод рынка капитала при оценке стоимости компаний в рамках IPO в качестве основного, опираясь на его результаты при принятии решений об осуществлении инвестиций;

- в рамках оценки компаний на IPO локальные инвестиционные фонды рассматривают инвестиции в акции потенциального эмитента на публичной сделке как альтернативу приобретению акций компаний, которые уже имеют листинг на бирже и доступны к приобретению для них, что делает метод рынка капитала при проведении оценки стоимости наиболее предпочтительным для принятия решений;

- при оценке компаний на IPO институциональные инвесторы пытаются определить для себя в первую очередь инвестиционную стоимость акционерного капитала компании, а не рыночную, поэтому приоритетным становится анализ позиционирования потенциального эмитента относительно компаний-аналогов;

- несмотря на раскрытие информации эмитентами, в условиях наличия информационной асимметрии между компаниями и инвесторами метод дисконтированных денежных потоков может характеризоваться неопределенностью результатов, при этом неизбежно влияние на результаты оценки фактора субъективности того или иного аналитика;

– существенной доле российских эмитентов не удалось достичь заявленных в рамках публичной сделки прогнозных финансовых и операционных показателей, что снижает уверенность инвесторов в стабильности прогнозируемого бизнеса и денежных потоков;

– практика использования метода дисконтированных денежных потоков на IPO после финансового кризиса 2008 г. показывает, что результаты оценки стоимости при его использовании являются более оптимистичными и, как правило, скорее определяют верхнюю границу диапазона стоимости потенциальных эмитентов.

Таким образом, российские институциональные инвесторы, в первую очередь пытаюсь установить инвестиционную стоимость компании в силу покупки небольшой доли в акционерном капитале и исключительно инвестиционных целях приобретения бумаг, главным образом ориентируются на метод рынка капитала, который позволяет им принимать решение при сравнении с другими альтернативами на рынке.

Важно отметить, что локальные фонды исключают из анализа иностранные компании-аналоги, так как доступ к приобретению их бумаг ограничен, а определение необходимых дисконтов, которые корректно отразят все риски инвестиций в российский рынок в настоящий момент, является крайне затруднительным. При отсутствии прямых сравнимых компаний, российские инвестиционные фонды используют не прямых публичных отечественных аналогов.

Полученные выводы в части используемых методов оценки компаний в рамках российских IPO в условиях трансформации экономики после 2022 г. являются основанием для установления «корректного подхода к определению IPO-дисконта для целей достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости эмитентов в рамках проводимых сделок на рынках капитала» [97]. Как в международной [136], так и в российской [7] практиках существует два ключевых подхода к определению IPO-дисконта в рамках первичных сделок, особенности которых приведены в таблице 10.

Таблица 10 – Сравнение двух ключевых подходов к определению IPO-дисконта при оценке стоимости компаний в рамках первичных публичных размещений акций

IPO-дисконт к оценкам стоимости независимых аналитиков в рамках сделки	IPO-дисконт к мультипликаторам компаний-аналогов в рамках сделки
Формула (2): $(DMC - EqV)/EqV$, где DMC – это стоимость акционерного капитала компании в рамках IPO, а EqV – это стоимость акционерного капитала компании, рассчитанная как среднее от полученных независимыми аналитиками синдиката банков значений стоимости компании при проведении IPO	Формула (3): $(MULTI - MULTCC)/MULTCC$, где MULTI – это значение соответствующего мультипликатора компании, отражающее его оценку стоимости по результатам IPO, а MULTCC – это значение соответствующего мультипликатора компании(-ий)-аналога(-ов)
Для расчета IPO-дисконта применяются результаты оценки стоимости компании независимыми аналитиками, которые преимущественно используют метод дисконтированных денежных потоков	Для расчета IPO-дисконта применяется исключительно метод рынка капитала, где публичные аналоги компании отмечаются институциональными инвесторами в рамках сделки
Премия к оценкам стоимости компании независимыми аналитиками маловероятна, в российской практике после 2022 г. подобные прецеденты отсутствуют	Премия к значениям мультипликаторов публичных аналогов возможна и зависит от позиционирования компании на IPO относительно них
Значение дисконта применяется к рыночной стоимости акционерного капитала компании на IPO	Значение дисконта применяется к инвестиционной стоимости акционерного капитала компании на IPO
Показатель отражает насколько стоимость акционерного капитала компании в рамках IPO ниже ее рыночной стоимости	Показатель отражает отношение стоимости компании на IPO с учетом позиционирования к публичным аналогам

Источник: составлено автором.

В условиях современного российского рынка в рамках IPO все еще инерционно рассчитывают показатель IPO-дисконта двумя способами [97]. При этом анализ характеристик каждого из них говорит о том, что для оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний на первичных размещениях корректно использовать показатель на базе мультипликаторов компаний-аналогов, в то время как дисконт к оценкам независимых аналитиков приводит к искажению работы алгоритма по следующим причинам:

– современные отчеты независимых аналитиков изменили свой фокус преимущественно на метод дисконтированных денежных потоков, в то

время как институциональные инвесторы в качестве основного используют метод рынка капитала;

- независимые аналитики преследуют цель определить рыночную стоимость акционерного капитала компании, в то время как инвестиционные фонды ориентируются на инвестиционную стоимость;

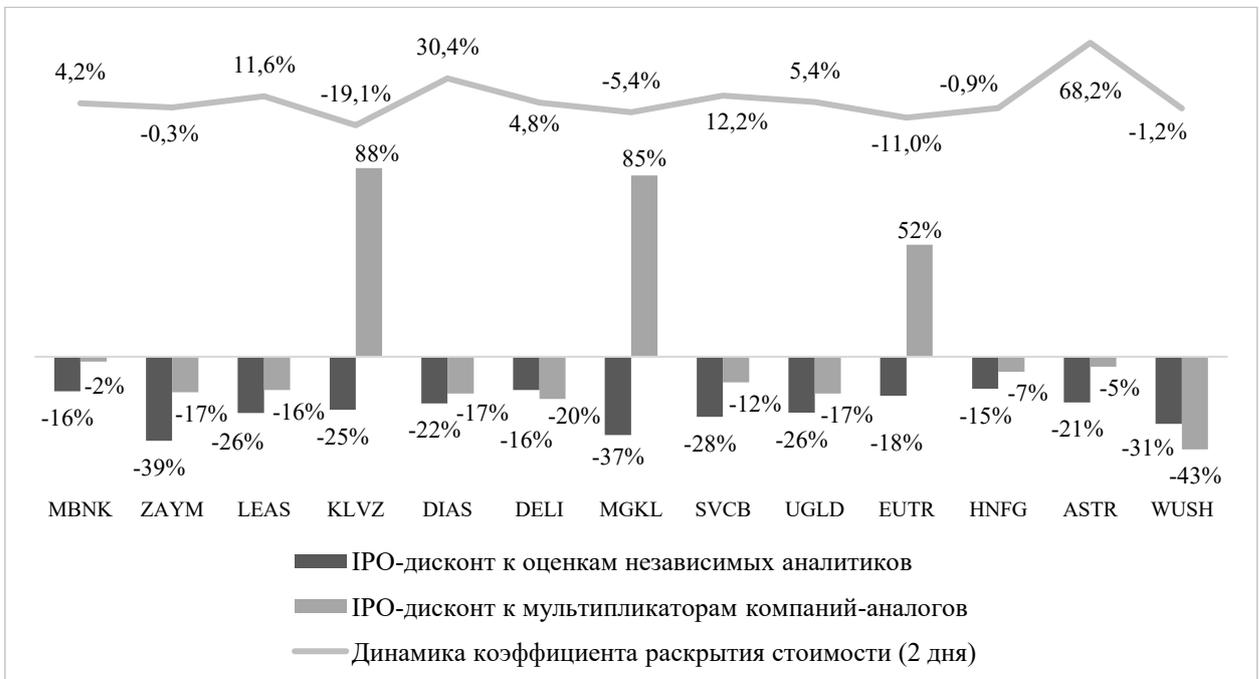
- локальные институциональные инвесторы в новой экономической действительности используют результаты оценки стоимости независимыми аналитиками в качестве вспомогательных, верифицирующих собственную позицию и отражающих потенциал получения доходности на определенном горизонте времени.

Соответственно, в текущих условиях такие подходы к расчету показателя IPO-дисконта имеют несколько отличные значения и соответствующие результаты [97]. Так, IPO-дисконт к мультипликаторам компаний-аналогов отражает позиции всех сторон на сделке в части оценки стоимости компании и является значимым для функционирования алгоритма формирования стоимости. В то же время показатель IPO-дисконта к оценкам независимых аналитиков является более показательным для анализа результатов сделки и определения разницы к рыночной стоимости компании, к которой, при оптимальном функционировании алгоритма формирования стоимости, должна стремиться капитализация компании.

Представленные выводы в том числе подтверждает анализ показателей IPO-дисконта в рамках российских размещений акций в новой экономической действительности, представленный на рисунке 24.

При реализации некоторых российских IPO без участия институциональных инвесторов в рамках алгоритма формирования стоимости стороны ориентировались на IPO-дисконт к оценкам независимых аналитиков, то есть к рыночной стоимости акционерного капитала компаний: KLVZ, MGKL и EUTR, как представлено в приложении И и приложении К. Однако данные сделки также характеризуются наличием крайне высоких премий к мультипликаторам компаний-аналогов (от 52% до 88%), которые не

встречаются у других предложений акций – такие разнонаправленные показатели отражают искажение алгоритма формирования стоимости компаний, что впоследствии привело к негативной динамике коэффициента раскрытия стоимости [97].



Источник: составлено автором по материалам [62; 64] и по произведенным расчетам.

Рисунок 24 – Результаты анализа показателей ИПО-дисконта (премии) и динамики коэффициента раскрытия стоимости на отобранных российских публичных размещениях акций после 2022 г.

В свою очередь в отобранной выборке российских размещений также есть сделки, в рамках которых размер ИПО-дисконта к оценкам независимых аналитиков в несколько раз превышает аналогичный показатель, рассчитанный с помощью мультипликаторов компаний-аналогов, где дисконт практически отсутствует: MBNK и ASTR. Такие результаты объясняются существенно более привлекательным позиционированием данных компаний относительно сравнимых аналогов, в результате чего дисконт удалось минимизировать. При этом динамика коэффициента раскрытия стоимости по данным ИПО оказалась положительной, что подтверждает оптимальное функционирование алгоритма формирования стоимости.

Результаты анализа динамики IPO-дисконтов компаний в рамках сделок до и после 2022 г. показывают, что средний размер показателей, отражающих дисконт к оценкам независимых аналитиков, в настоящее время существенно увеличился, что приведено в приложении Н. Так, среднее значение IPO-дисконта на сделках до 2022 г. составляет 21,8%, при этом на некоторых отдельных сделках он мог достигать 30,0% и выше. Однако среднее значение показателя в новой экономической действительности составляет 30,8%, а на некоторых IPO, проведенных в момент коррекции на рынке, может достигать 40,0-60,0%. Такой рост дисконтов инвестиционной стоимости в рамках IPO к рыночной стоимости компаний в текущем рынке отражает следующие факты:

- более агрессивная оценка рыночной стоимости компаний независимыми аналитиками, в том числе из-за смещения фокуса в пользу метода дисконтированных денежных потоков и изменений в выборке потенциальных эмитентов, где теперь преобладают быстрорастущие компании на ранних стадиях зрелости;

- разница между инвестиционной стоимостью компаний, которая определяет диапазон стоимости в рамках IPO и является ключевой для алгоритма формирования стоимости на сделке, и рыночной стоимостью компаний существенно увеличилась и стала более волатильной, что затрудняет использование IPO-дисконта к оценкам аналитиков.

Таким образом, проведенное исследование позволяет сделать вывод о смещении фокуса независимых аналитиков в сторону метода дисконтированных денежных потоков при оценке в рамках IPO после 2022 г., в то время как институциональные инвесторы ориентируются на метод рынка капитала, который позволяет им принимать решение при сравнении с другими альтернативами на рынке [97]. Полученные выводы и результаты анализа размещений позволяют сделать заключение об отличном значении разных подходов к расчету IPO-дисконта в новой экономической действительности: дисконт к мультипликаторам аналогов отражает позиции всех сторон на сделке и является ключевым для алгоритма формирования стоимости на IPO,

в то время как дисконт к оценкам аналитиков является более показательным для анализа результатов сделки и определения соответствующей разницы к рыночной стоимости компании.

Результаты анализа и апробации являются основанием для выдвижения научно-практической рекомендации относительно необходимости расчета показателя IPO-дисконта с использованием определенных мультипликаторов компаний-аналогов для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в текущем рынке. При этом использование показателя IPO-дисконта к оценкам независимыми аналитиками должно быть ограничено верифицирующей и вспомогательной функциями, которые в том числе позволят анализировать результаты после проведения сделки.

В рамках алгоритма формирования стоимости после получения индикаций по спросу и оценке стоимости от инвесторов, а также проведения калибровки значения дисконта, эмитентом определяется диапазон инвестиционной стоимости, в пределах которого осуществляется прием заявок на участие в сделке. По результатам сбора таких заявок компания устанавливает инвестиционную стоимость по итогам сделки, которая, как правило, находится внутри ранее объявленного диапазона. С учетом проведенного исследования и выдвинутых научно-практических рекомендаций, актуальным становится вопрос установления и особенностей такого диапазона стоимости эмитентов при размещениях акций.

Установленный диапазон инвестиционной стоимости компании в рамках алгоритма формирования стоимости при публичном размещении акций должен учитывать:

- консенсус-позицию по оценке рыночной стоимости акционерного капитала эмитента, а также величину дисконта к рыночной стоимости эмитента по результатам анализа, формирования позиций и калибровок дисконта от всех сторон алгоритма формирования стоимости;

– полученную обратную связь от инвесторов: индикации в части оценки стоимости эмитента и потенциальному спросу в рамках сделки по различным уровням стоимости компании;

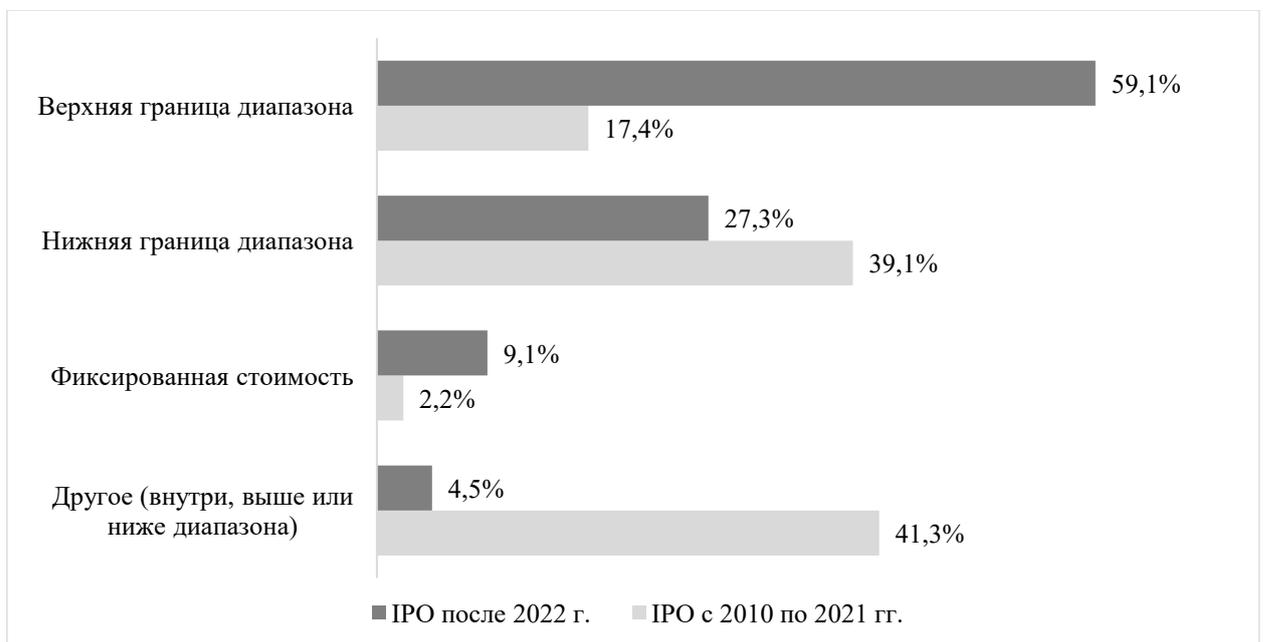
– различия позиций в отношении оценки стоимости эмитента и соответствующего значения дисконта различных групп инвесторов и прочих сторон алгоритма формирования стоимости.

Так, до 2022 г. российские эмитенты устанавливали диапазон инвестиционной стоимости в рамках сделок основываясь на диверсифицированной обратной связи от институциональных инвесторов, большинство которых составляли крупнейшие иностранные инвестиционные фонды, а их количество могло достигать сотен имен. Такое существенное число участников алгоритма формирования стоимости компаний со стороны институциональных инвесторов зачастую приводило тому, что полученная обратная связь в части оценки содержала в себе значительный уровень отклонений, который вызывал необходимость в установлении более широкого диапазона инвестиционной стоимости.

Анализ IPO российских эмитентов с 2010 г. по 2021 г. показывает, что средняя величина ширины установленных диапазонов инвестиционной стоимости компаний в рамках проводимых размещений акций составляет около 17,4%, при этом на отдельных сделках она достигает значений 30-35% и более, как приведено в приложении П. С другой стороны, среднее значение ширины аналогичных диапазонов стоимости на IPO с 2022 г. практически в два раза ниже – около 9,4%, а максимальное значение не превысило 20% ни на одной из рассматриваемых публичных сделок, в том числе в период повышенной волатильности после ужесточения денежно-кредитной политики Банка России в 2024 г.

Наряду с этим, анализ диапазонов стоимости в рамках IPO в России показал, что до 2022 г. эмитенты чаще всего устанавливали окончательный уровень инвестиционной стоимости в рамках сделки внутри диапазона либо выше и ниже диапазона, или по нижней границе объявленного диапазона

стоимости: в 41,3% и 39,1% отобранных размещений соответственно. После 2022 г. ситуация изменилась: в большинстве случаев инвестиционная стоимость компаний устанавливалась на уровне верхней границы диапазона (59,1%), реже – на уровне нижней границы диапазона (27,3%), при этом практически отсутствуют сделки, где стоимость компании в рамках сделки устанавливалась внутри, выше или ниже диапазона (4,5%). Соответствующие результаты анализа диапазонов стоимости в рамках IPO российских эмитентов представлен на рисунке 25.



Источник: составлено автором по материалам приложения П.

Рисунок 25 – Анализ диапазонов инвестиционной стоимости российских компаний в рамках проведенных IPO в период с 2010 по 2021 гг. и после 2022 г.

Представленные результаты отражают особую важность диапазона стоимости компаний и достаточного значения его ширины для размещений акций на российском рынке до 2022 г. – он позволял более точно определить окончательный уровень инвестиционной стоимости эмитента на сделке, о чем свидетельствует существенное число IPO, где такая стоимость по результатам размещения акций оказалась внутри установленного диапазона. С учетом достаточно большого количества обратной связи от институциональных инвесторов в части оценки, их фрагментарности, предварительного характера,

наличия отклонений друг от друга и высокой вероятности некоторого занижения ожиданий [123], эмитенты стремились устанавливать нижнюю границу диапазона инвестиционной стоимости так, чтобы она являлась привлекательной для фондов, а также удовлетворительна для тех из них, кто проявил высокую чувствительность к оценке на предыдущих этапах сделки.

При этом верхняя граница диапазона стоимости, как правило, соответствовала определенным целевым уровням стоимости с позиции эмитента, но являлась реалистичной в сопоставлении с полученной обратной связью, а сам диапазон зачастую отражал разрыв между ожиданиями компании, ее продающих акционеров и инвестиционных фондов [8]. Достаточная ширина диапазона призвана переместить ожидания институциональных инвесторов в сторону верхней границы: как показывают представленные данные, дополнительный анализ и встречи с менеджментом после публичного запуска сделки действительно позволяли установить окончательную инвестиционную стоимость на уровне выше, чем нижняя граница объявленного диапазона, но далеко не всегда.

После 2022 г. практика изменилась, в большей части IPO окончательная инвестиционная стоимость компаний устанавливалась по значению верхней границы объявленных диапазонов стоимости. При этом по остальным сделкам стоимость компаний установлена по нижней границе диапазонов, но не внутри или за их пределами. Такая тенденция говорит о постепенном снижении роли диапазона стоимости для определения окончательной инвестиционной стоимости эмитентов в рамках алгоритма формирования стоимости при размещениях акций в современных условиях.

С другой стороны, в рамках проведенного опроса 20 российских институциональных инвесторов выявлено, что около 85% инвестиционных фондов принимает участие во встречах с независимыми аналитиками банков до определения диапазона инвестиционной стоимости, а 75% предоставляют обратную связь после проведения таких встреч в отношении оценки стоимости эмитентов и интереса к сделке, включая индикативный размер

спроса, как указано в приложении М. При этом лишь 10% фондов принимает участие во встречах с менеджментом эмитентов и независимыми аналитиками после установления диапазона инвестиционной стоимости в рамках сделки, все из них после встреч предоставляют скорректированную обратную связь компаниям по результатам дополнительного анализа.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что устанавливаемые диапазоны инвестиционной стоимости компаний при размещениях акций, как правило, уже в достаточной мере учитывают обратную связь и позиции фондов, в связи с чем в рамках алгоритма формирования стоимости стороны меньше внимания и усилий уделяют установлению окончательного уровня стоимости на сделке, так как он соответствует их ожиданиям.

Таким образом, в рамках алгоритма формирования стоимости компаний при проведении IPO целесообразным является установление узкого диапазона инвестиционной стоимости акционерного капитала эмитента:

- фактор локализации российского рынка акционерного капитала и изменения ландшафта инвесторов, который на данный момент состоит из ограниченного числа отечественных институциональных инвесторов: относительно небольшое число инвестиционных фондов на рынке, составляющее в среднем около 20-30 имен, приводит к меньшей диверсификации позиций и более низкому значению отклонений, при этом число инвесторов первой категории по разработанной авторской классификации, имеющих наибольшее значение для алгоритма формирования стоимости компаний, не превышает 10 имен;

- сокращение числа институциональных инвесторов и ослабление регуляторных требований к публичным размещениям акций из-за локального формата позволили российским компаниям проводить более комплексный, многоэтапный и обширный процесс взаимодействия с инвестиционными фондами до установления диапазона стоимости, что позволяет инвесторам заранее провести необходимый анализ эмитента, сформировать позиции в отношении его оценки, а также компаниям получить предметную обратную

связь для принятия решения об установлении соответствующего диапазона стоимости на сделке;

– подтверждение выдвинутых в исследовании выводов относительно возможности участия розничных инвесторов в алгоритме формирования стоимости компаний при размещениях акций: ограниченные возможности по получению и использованию обратной связи от физических лиц, а также более низкая чувствительность к оценке у большинства групп частных инвесторов приводят к концентрации их спроса у верхней границы диапазона стоимости.

Следовательно, ожидания всех сторон алгоритма формирования стоимости компаний при IPO в рамках трансформации экономики до определения диапазона стоимости оказываются значительно ближе, чем на сделках до 2022 г. Установление узкого диапазона инвестиционной стоимости компании (до 5-10%) позволит:

– дать сигнал институциональным инвесторам о том, что их позиции и работа над определением стоимости эмитента в рамках сделки учтены, а также сигнал прочим участникам рынка акционерного капитала относительно полноценного взаимодействия с инвестиционными фондами до объявления о проведении IPO, что указывает на оптимальное функционирование алгоритма формирования стоимости эмитента;

– повысить мотивацию инвесторов всех типов ставить заявки по верхней границе диапазона инвестиционной стоимости компании, даже в случае относительно невысокой переподписки книги;

– сохранить интерес к сделке инвесторов, которые проявляли высокую чувствительность к оценке стоимости компании в рамках сделки;

– учесть фактор некоторого занижения ожиданий инвесторов в отношении оценки стоимости компании на сделке при формировании и предоставлении обратной связи;

– снять сомнения институциональных инвесторов относительно ситуации, когда окончательная стоимость компании на сделке будет

установлена на уровне верхней границы диапазона на базе спроса со стороны розничных инвесторов, а не фондов;

– дать более четкий ориентир оценки стоимости компании на IPO для розничных инвесторов, которые чаще всего ставят свои заявки вблизи верхней границы диапазона стоимости.

Помимо того, что установление широкого диапазона инвестиционной стоимости компании на IPO в условиях российского рынка акционерного капитала после 2022 г. в целом лишено прежнего смысла, с точки зрения стратегии определения окончательной стоимости на сделке это может оказать негативное влияние, которое будет отражаться в осторожном отношении инвесторов к сделке ввиду возможности объявления окончательной стоимости на уровне верхней границы диапазона на основании ограниченного спроса, в том числе преимущественно от розничных инвесторов.

При этом в рамках публичных размещений акций с полноценным взаимодействием с институциональными инвесторами, которые характеризуются получением предметной и достаточной обратной связи, где позиции в отношении оценки стоимости компании на IPO не имеют существенных отклонений и консолидированы вблизи определенной величины, эмитентами может рассматриваться сбор заявок по фиксированной инвестиционной стоимости без объявления диапазона, что позволит дать однозначный сигнал участникам рынка о наличии совпадения позиций всех сторон алгоритма формирования стоимости компании, отмечая его оптимальное функционирование на сделке.

В случаях, когда эмитентами на IPO установлен диапазон стоимости, последующее решение по определению окончательной инвестиционной стоимости компании в рамках размещения акций базируется на множестве факторов, среди которых: размер и чувствительность книги заявок, количество и качество заинтересованных в сделке инвесторов, результаты взаимодействия с инвесторами в процессе сделки, а также динамика рынка акционерного капитала и компаний-аналогов и другие. При этом важно, чтобы стоимость

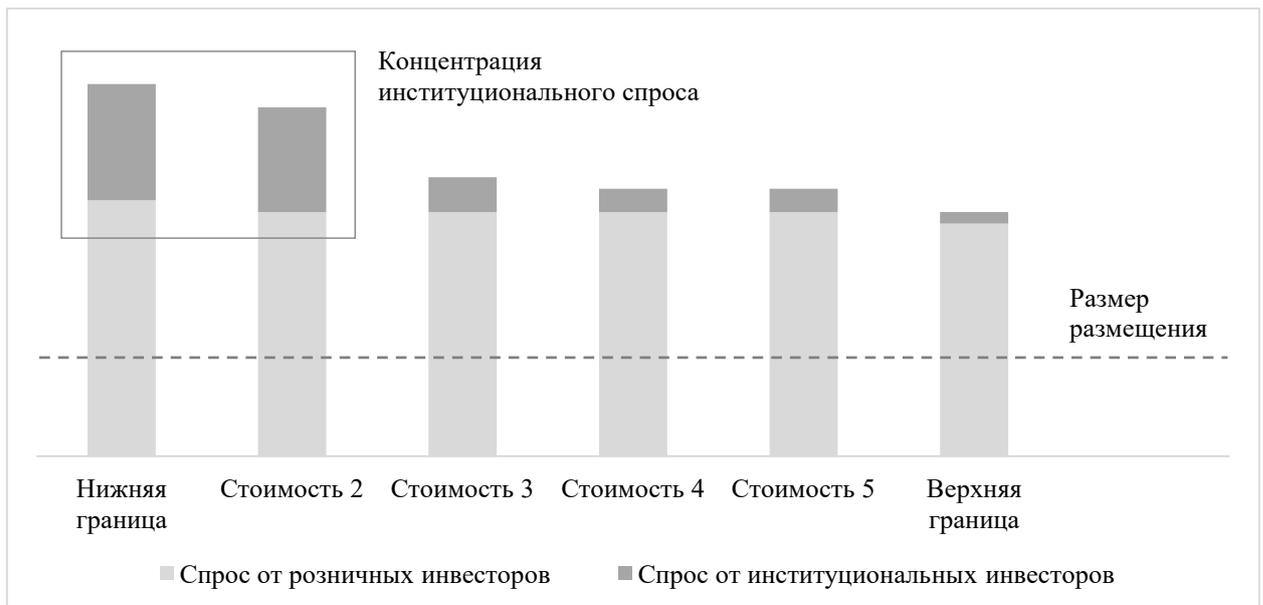
устанавливалась при существенном превышении спроса над размером размещения, что во многом определяет оптимальность функционирования алгоритма формирования стоимости эмитентов.

Одним из ключевых аспектов определения окончательной стоимости эмитента на IPO в рамках объявленного диапазона является диверсификация спроса по различным типам инвесторов и наличие спроса от наиболее качественных из них. При этом на практике решение об определении стоимости на сделке демонстрирует большую зависимость к размеру спроса в целом и соответствующему уровню переподписки: стоимость устанавливается за один шаг до значительного падения спроса [112]. Таким образом, инвесторы посредством заявок в рамках объявленного диапазона стоимости выражают свою позицию относительно окончательной инвестиционной стоимости эмитента в рамках размещения акций.

Однако особенности современного российского рынка акционерного капитала в условиях трансформации экономики приводят к ситуациям, когда наличие существенного размера спроса инвесторов относительно размера IPO по определенному уровню стоимости компании не является показательным. Для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости фокус локальных эмитентов при установлении окончательной инвестиционной стоимости должен быть направлен не на общий уровень спроса от всех типов инвесторов, а на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов, которые являются ключевыми с точки зрения алгоритма формирования стоимости на IPO, в том числе на концентрацию спроса со стороны фондов первой категории по разработанной авторской классификации, как представлено на рисунке 26.

При этом концентрация розничного спроса, который в текущих условиях на российском рынке в среднем существенно превышает институциональный, не может учитываться в рамках алгоритма формирования стоимости компаний из-за невозможности включения в него позиций частных инвесторов, а также из-за их более низкой чувствительности

к оценке, которая приводит к выставлению заявок преимущественно по верхней границе диапазона стоимости эмитентов в рамках IPO. Кроме того, размер номинального спроса со стороны розничных инвесторов существенно отличается от их реального спроса из-за более низкого среднего процента получаемых аллокаций на сделках, как указано в приложении Р [53].



Источник: составлено автором.

Рисунок 26 – Иллюстративное изображение размера спроса от разных типов инвесторов и их соответствующей чувствительности к инвестиционной стоимости компании при проведении IPO на этапе сбора заявок в рамках диапазона стоимости

Именно поэтому подчеркивается важность в рамках алгоритма формирования стоимости компаний на IPO не концентрации всего спроса от инвесторов и уровня переподписки сделки по тому или иному уровню инвестиционной стоимости эмитента внутри ранее установленного диапазона, а значение концентрации институциональных заявок, которые являются ключевыми для оптимального функционирования алгоритма.

Результаты проведенного анализа и полученные выводы являются основанием для выдвижения научно-практической рекомендации относительно необходимости установления более узких диапазонов инвестиционной стоимости компаний на IPO, а также относительно фокуса на концентрации спроса со стороны институциональных инвесторов

с приоритетом в отношении фондов первой категории при установлении окончательного уровня инвестиционной стоимости эмитента на сделке.

Подводя итог, выдвигаются следующие научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости при использовании российскими компаниями инструмента IPO в условиях трансформации отечественной экономики, которые позволят достичь оптимального функционирования алгоритма и получить корректные значения стоимости компаний в рамках сделок:

– научно-практическая рекомендация относительно необходимости выстраивания алгоритма формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций с обязательным участием институциональных инвесторов, при этом особую важность представляет вовлечение инвестиционных фондов первой категории по разработанной в исследовании авторской классификации, в то время как участие розничных инвесторов, несмотря на их доминирующее положение в структуре спроса и торгов на рынке капитала, не допускается;

– научно-практическая рекомендация относительно необходимости расчета показателя IPO-дисконта с использованием мультипликаторов компаний-аналогов, при этом использование показателя IPO-дисконта к оценкам стоимости независимыми аналитиками банков должно быть ограничено верифицирующей и вспомогательной функциями, которые позволят анализировать результаты после проведения сделки;

– научно-практическая рекомендация относительно необходимости установления более узкого диапазона или фиксированного значения стоимости компании на этапе сбора заявок на IPO, а также ориентации на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов, в особенности фондов первой категории по разработанной авторской классификации, при установлении окончательной инвестиционной стоимости эмитента на сделке.

3.2 Развитие алгоритма формирования стоимости компаний в рамках прямого листинга как альтернативного инструмента публичного привлечения акционерного капитала в России

Предложенные в исследовании научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструмента первичного публичного привлечения акционерного капитала на российском рынке отражают существенное пространство для развития в условиях трансформации экономики в России после 2022 г. При этом, как выявлено в работе, IPO – это не единственный инструмент, который имеет потенциал для развития на локальном рынке в текущей действительности рынка. Соответствующую востребованность и глубокий потенциал имеет и другой, альтернативный инструмент, который ранее не успел закрепиться среди российских эмитентов – это прямой листинг.

В настоящий момент сделки прямого листинга все еще находятся на начальном этапе развития и распространения на российском рынке акционерного капитала. Значительные изменения в отечественной экономике с 2022 г. несколько замедлили продвижение инструмента DPO, а после активизации фондового рынка в 2023 г. на первый план у эмитентов, инвестиционного сообщества, банков, биржи и регулятора вынесены сделки IPO как классического инструмента для локальных компаний. Для продолжения развития прямого листинга в России как альтернативного инструмента необходимы существенные доработки и совершенствование имеющейся практики, в особенности в части алгоритма формирования стоимости – тогда потенциальные эмитенты отметят для себя все преимущества такого инструмента, а банки начнут его распространение.

Научно-практические рекомендации по совершенствованию прямого листинга акций направлены на развитие данного инструмента в новой экономической действительности в России и касаются вопросов алгоритма формирования стоимости акционерного капитала компаний в рамках сделки.

Одним из фундаментальных требований перед потенциальным эмитентом для проведения DPO является наличие диверсифицированной базы акционеров, бумаги которых в рамках сделки и после начала торгов могут войти в состав акций в свободном обращении (free-float). Существование заранее определенной базы продающих акционеров является обязательным условием для успешной реализации прямого листинга.

Данный вопрос является менее приоритетным в рамках реализации прямого листинга компаниями на развитых рынках из-за их высокой «глубины» и устоявшейся практикой использования различных инструментов привлечения акционерного капитала, в том числе до выхода на публичные рынки, в результате которых формируется определенная база инвесторов. Однако компании на российском рынке все еще редко прибегают к использованию инструментов привлечения акционерного капитала, поэтому формирование free-float для них является важным шагом на пути к сделке.

Высокая значимость и важность данного требования для реализации сделки ставят в приоритет вопрос его формального установления для компаний. Поэтому наличие источников формирования пакета акций для реализации в ходе сделки должно быть закреплено в требованиях биржи для компаний, намеревающихся реализовать прямое размещение акций. Это важно как с точки зрения обязательной формальной проверки в ходе рассмотрения компаний для реализации DPO, так и для понимания потенциальными эмитентами, которые находятся в стадии принятия решения и выбора соответствующего инструмента.

Базируясь на представленном в исследовании анализе международной практики и исследовании российского рынка акционерного капитала, выдвигаются основные источники формирования акций в свободном обращении на вторичных торгах после реализации DPO, указанные в таблице 11. При этом важно отметить, что создание free-float – это задача, которая должна быть решена компаниями до начала реализации прямого листинга акций.

Таблица 11 – Предлагаемые источники формирования потенциальных акций в свободном обращении до начала реализации прямого листинга

Источники	Описание и комментарии
Программа мотивации сотрудников	Создание долгосрочной программы мотивации сотрудников компании, которая основывается на вознаграждении в виде акций компании, до проведения прямого листинга
Проведение pre-IPO сделок	Проведение рыночных pre-IPO сделок по продаже акций компании с участием широкого круга инвесторов различных типов на специализированных российских площадках до проведения DPO
Проведение Private Placement сделок	Проведение частных сделок (Private Placement) по продаже акций компании с участием ограниченных групп институциональных инвесторов и крупных розничных инвесторов на рыночных условиях до проведения DPO
Проведение сделок с сотрудниками	Проведение частных сделок по продаже акций компании с участием сотрудников, клиентов, бизнес-партнеров и других инвесторов, связанных с компанией, по специальной стоимости акционерного капитала компании, которая может отличаться от рыночной оценки стоимости и рыночного предложения – может быть ниже
Дарение акций компании	Процедура дарения акций компании мажоритарными акционерами широкому кругу лиц – действующим и бывшим сотрудникам компании, в том числе может быть частью программы мотивации
Обмен акций компании	Процедура обмена уже публично обращающихся на рынке ценных бумаг, в зависимости от структуры группы компаний и прочих параметров, на акции эмитента с использованием определенного коэффициента обмена

Источник: составлено автором.

Функция установления потенциального числа акций, которое будет доступно для проведения транзакций в день начала торгов, как правило, включая международную практику реализации DPO, лежит на бирже. При этом биржа ограничена в инструментах и взаимодействии с продающими акционерами эмитента, не являясь прямым консультантом компании в рамках сделки. Для увеличения эффективности и точности в процессе установления такого числа бумаг, данную функцию должны разделять инвестиционные банки, являющиеся организаторами DPO для потенциальных эмитентов, при этом для определения данной величины банки обязаны провести несколько раундов встреч и переговоров с потенциальными продающими акционерами

компании, получив и консолидировав соответствующую обратную связь:

- а) относительно намерений по реализации собственных акций в рамках сделки в том или ином количестве;
- б) относительно ожидаемых уровней оценки стоимости акционерного капитала компании и соответствующей окончательной инвестиционной стоимости в рамках сделки;
- в) относительно возможного размера пакета ценных бумаг, который может быть предложен с их стороны другим инвесторам;
- г) относительно готовности принимать активное участие в алгоритме формирования стоимости компании в рамках DPO, а также ставить и корректировать заявки в рамках аукциона определения стоимости компании в рамках сделки в день размещения акций.

Без всяких сомнений, такая обратная связь не является обязывающей и не гарантирует продажу бумаг со стороны акционеров, с которыми взаимодействуют банки, однако она позволит получить общее представление и определить намерения данной группы лиц с использованием экспертного взгляда консультантов. В случае, если по результатам взаимодействия появляется риск наличия достаточного размера предложения акций, инвестиционные банки и биржа должны получить формальное подтверждение от мажоритарных акционеров на формирование дополнительного пакета ценных бумаг, которые будут использованы для заявок на продажу в первый день торгов. Предложенная процедура определения потенциального free-float позволит получить некоторые гарантии и комфорт по реализации размещения для всех участников сделки.

Таким образом, в работе обоснована рекомендация относительно необходимости закрепления правилами биржи информации об источниках формирования акций для реализации в ходе DPO, а также предложены соответствующие источники формирования такого пакета ценных бумаг для компаний на текущем российском рынке. При этом функцию по определению величины такого потенциального пакета акций, возложенную на биржу, рекомендуется разделить с инвестиционными банками на сделке.

В работе раскрыт опыт установления референтной стоимости компании в рамках прямого листинга как в международной, так и в текущей российской практиках. В Российской Федерации в рамках проведения DPO отсутствуют конкретные методики формирования референтной стоимости, а ее раскрытие инвестиционному сообществу в целом вовсе не предусмотрено. Эмитенты предоставляют бирже некоторое обоснование определения значения референтной стоимости, но оно не публикуется, а также может готовиться без участия и согласования инвестиционными банками. В международной практике референтная стоимость, как правило, публикуется за день до начала торгов, но также не имеет определяющего значения в части функционирования алгоритма формирования стоимости компании на сделке.

Можно сделать вывод, что референтная стоимость компании в рамках DPO на российском рынке используется лишь для реализации технической функции начала торгов и определения параметров биржей, при этом определенного значения с точки зрения принятия инвестиционных решений она в рамках текущего рынка не имеет. Такая практика является неоптимальной и непрозрачной, а определение референтной стоимости – это крайне важный аспект алгоритма формирования стоимости компании в рамках DPO в современных условиях российского рынка акционерного капитала.

Значение референтной стоимости компании на DPO для российского рынка раскрывается в том, что оно служит относительно объективным индикатором направления и информирования участников рынка в отсутствие процесса установления диапазона стоимости компании подобно сделкам IPO. Таким образом, референтная стоимость становится отправной точкой для инвесторов в рамках последующего определения стоимости потенциального эмитента, открытия торгов и совершения сделок с ценными бумагами. Важность такого индикатора заключается сразу в нескольких аспектах:

- во-первых, в существенной дифференциации структуры потенциальных инвесторов на сделке, их компетенций и возможностей сформировать профессиональный взгляд на оценку для принятия решения,

в том числе в свете значительного перевеса в сторону розничных инвесторов на российском рынке капитала после 2022 г.;

– во-вторых, в необходимости создания прозрачного функционирования алгоритма формирования стоимости компании для всех участников рынка в условиях его несформированности, а также в условиях отсутствия значимого опыта использования данного инструмента локальными эмитентами и вложений средств в рамках данного инструмента российскими инвесторами;

– в-третьих, для способствования появлению определенной консенсус-позиции в отношении оценки стоимости компании в рамках DPO на стороне потенциальных инвесторов всех типов;

– в-четвертых, в целях достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компании в рамках сделки, что в свою очередь окажет влияние на открытие торгов и поспособствует снижению волатильности на вторичном рынке;

– в-пятых, для снижения влияния фактора информационной асимметрии между потенциальными инвесторами и компанией.

Принимая во внимание важность референтной стоимости для оптимального и прозрачного функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в рамках DPO, значение референтной стоимости должно в обязательном порядке раскрываться всему инвестиционному сообществу с указанием обоснования относительно становления указанной величины [100]. При этом в рамках выдвигаемой научно-практической рекомендации публикация референтной стоимости компании должна происходить не менее, чем за 3 дня до первого дня торгов акциями – это даст возможность потенциальным инвесторам различных типов ознакомиться с полученной информацией и учесть ее при проведении собственной оценки стоимости эмитента и принятии инвестиционных решений.

Ключевая особенность проведения прямого листинга – это алгоритм формирования стоимости компаний, который характеризуется

взаимодействием с инвесторами до начала торгов, при этом отсутствием сбора заявок от инвесторов на протяжении определенного периода времени. Классическая структура DPO не предполагает определения инвестиционной стоимости эмитента с ограниченным кругом крупнейших институциональных инвесторов, которая будет характеризовать оценку в рамках сделки, но до начала торгов: предполагается, что поиск некоторого равновесия в отношении стоимости будет осуществлен инвесторами непосредственно в результате подачи заявок в рамках аукциона перед открытием торгов и последующих торгов с неограниченным доступом.

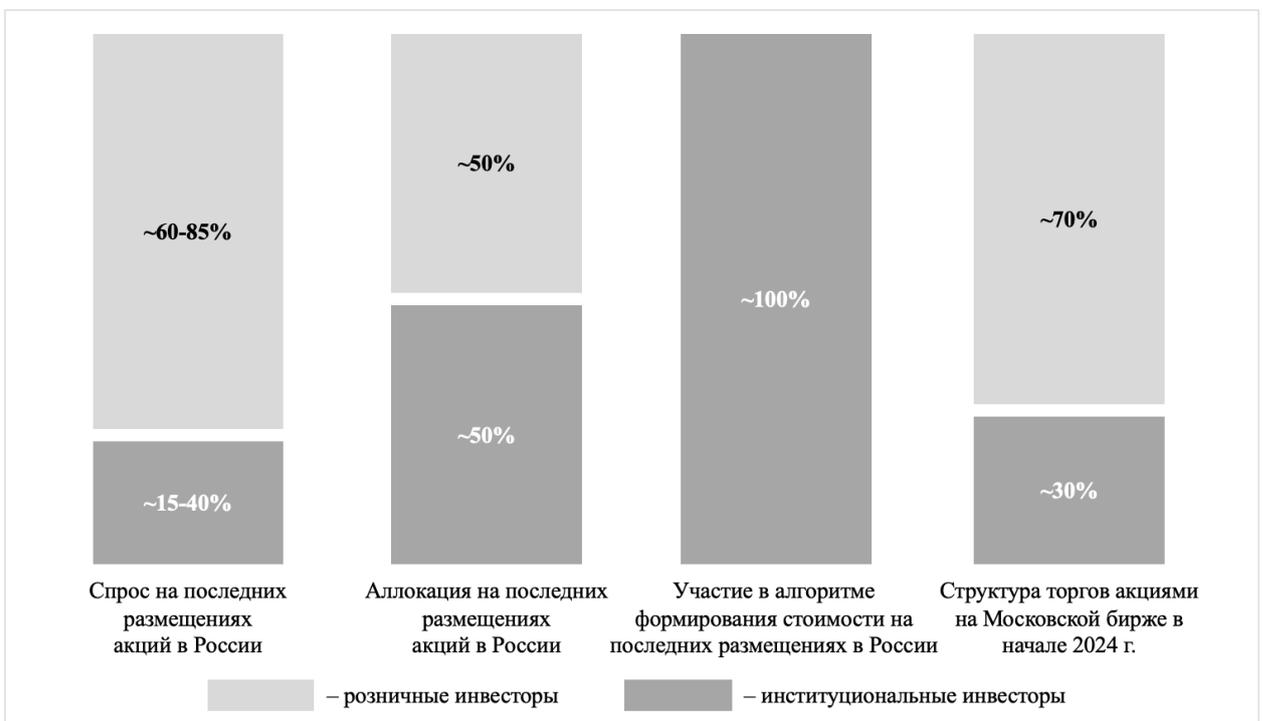
Теоретический взгляд на DPO показывает, что его особенности алгоритма формирования стоимости дают возможность максимально приблизить рыночную капитализацию компании к значению рыночной стоимости ее бизнеса, сократив размер дисконта:

- отсутствие ограничений по доступу различных типов инвесторов к алгоритму формирования стоимости компании;
- наличие возможности корректировать собственные заявки на покупку бумаг по разным уровням оценки стоимости компании;
- отказ от формирования переговорных позиций между инвесторами и компанией, а также отсутствие элемента недооценки;
- отсутствие постепенного формирования согласованной инвестиционной стоимости потенциального эмитента на сделке.

Однако важно отметить, что такое положительное и эффективное проявление особенностей инструмента DPO в части формирования стоимости компаний возможно лишь в условиях естественного функционирования фондового рынка без каких-либо нарушений, с учетом свободного перетока капитала с другими рынками, а также при наличии типичного баланса в структуре представленных на рынке инвесторов по их типам.

В настоящий момент российский рынок акционерного капитала на этапе своей трансформации характеризуется несколько отличными чертами, нежели международные рынки капитала. Помимо ограничений по перетоку капитала,

локальный рынок выделяется дисбалансом по активности, объему торгов и прочим показателям между розничными и институциональными инвесторами. Так, в апреле 2024 г. доля физических лиц в объеме торгов акциями на Московской бирже составила около 72% [47], а размер спроса со стороны розничных инвесторов на размещениях акций российских эмитентов в новой реальности в среднем оценочно составлял около 60-85%, существенно преобладая над спросом, полученным от институциональных инвесторов, как представлено на рисунке 27.



Источник: составлено автором.

Рисунок 27 – Сравнение структуры российского рынка акционерного капитала после 2022 г. между розничными и институциональными инвесторами

Аналогичные показатели спроса на публичных размещениях акций, а также объема торгов акциями, на международных биржах существенно отличаются в обратную сторону – в структурах существенно преобладают институциональные инвесторы, а не розничные. Поэтому основополагающую роль в алгоритме формирования стоимости компаний, а также в установлении последующей цены акций на открытии торгов в рамках прямого листинга играют крупные инвестиционные фонды, определяя в дальнейшем динамику

торгов на вторичном рынке. Такое значение и роль институциональных инвесторов на иностранных рынках делает алгоритм формирования стоимости на DPO эффективным, раскрывая его отмеченные преимущества.

Диспропорция в объемах торгов акциями на Московской бирже, где преобладают розничные инвесторы, является ключевым фактором, который не позволяет при прочих равных условиях эффективно использовать алгоритм формирования стоимости компаний в рамках DPO на российском рынке. При этом проведенная классификация розничных инвесторов и результаты анализа привели к выводу, что выстраивание оптимального алгоритма формирования стоимости компаний при размещениях акций на российском рынке в текущих условиях не может осуществляться с участием частных инвесторов.

Таким образом, превалирование на локальном рынке розничных инвесторов, принимая во внимание их характеристики и установленные ограничения, может привести к негативным последствиям для потенциальных российских эмитентов при реализации прямого листинга без изменений в алгоритме формирования стоимости, указанным в таблице 12.

Таблица 12 – Последствия для российских эмитентов при реализации DPO без изменений в алгоритме формирования стоимости с учетом текущей структуры инвесторов на рынке

Последствия	Описание и комментарии
Волатильность	Высокая волатильность акций на вторичном рынке, которая будет наблюдаться продолжительный период времени после проведения сделки и начала торгов
Давление на котировку	Повышенное давление на котировку компании в результате продаж бумаг и отрицательная динамика по отношению к цене открытия торгов и по отношению к рыночной оценке стоимости компании, определенной ранее в ходе реализации сделки – соответственно, отрицательная динамика коэффициента раскрытия стоимости
Структура акционеров	Несбалансированная структура акционеров по результатам сделки с минимальным участием или отсутствием институциональных инвесторов, включая отсутствие фондов с долгосрочной инвестиционной стратегией
Ликвидность	Низкая ликвидность ценных бумаг и отсутствие фокуса инвесторов на инвестиционной истории в дальнейшем

Источник: составлено автором.

Следовательно, актуальным для российского рынка капитала является не только вопрос публикации значения референтной стоимости компании в рамках реализации алгоритма формирования стоимости на DPO, но и вопрос ее определения и обоснования. Выработка нового подхода к формированию и использованию референтной стоимости в рамках прямого листинга позволит компенсировать недостатки, которые вносит текущая диспропорция в структуре инвесторов на локальном рынке.

Международная практика обоснования референтной стоимости на DPO, описанная при анализе зарубежного опыта, в большей части является ограниченной в применении в рамках текущего российского рынка капитала по следующим двум ключевым причинам:

- на локальном рынке внебиржевые специализированные площадки торгов еще не достигли достаточного распространения как среди эмитентов, так и среди инвесторов, а котировки на подобных площадках зачастую являются нерепрезентативными с учетом крайне низкой ликвидности и ограниченного допуска инвесторов, поэтому не могут использоваться для определения стоимости компаний;

- распространение опыта проведения частных сделок перед реализацией размещений акций среди российских компаний все еще является достаточно низким, поэтому данные об оценке эмитентов в рамках подобных сделок являются ограниченными, при этом они также могут быть искаженными с учетом наличия соответствующих дисконтов, которые требуют частные фонды, имея в планах дальнейшую публичную сделку по более высокой стоимости эмитента.

Другой, менее распространенной практикой на международном рынке, является формирование значения референтной стоимости на основе оценки стоимости акционерного капитала компании независимыми аналитиками банков, преимущественно с использованием метода рынка капитала, но не ограничиваясь им. Текущая российская практика в части определения референтной стоимости основывается именно на данном зарубежном опыте:

эмитенты направляют на биржу в качестве обоснования результаты оценки из аналитических отчетов, которые готовят независимые аналитики синдиката.

Формирование референтной стоимости компании на базе оценок независимых аналитиков является неверным решением для оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости – исследование, представленное в предыдущем параграфе текущей главы, демонстрирует деструктивность такого подхода по следующим причинам:

- в текущих условиях независимые аналитики изменили свой фокус преимущественно на метод дисконтированных денежных потоков, что в том числе оказывает влияние на более агрессивные результаты оценки, в то время как инвестиционные фонды в качестве основного используют метод рынка капитала, на базе которого принимают решение;

- независимые аналитики в отчетах определяют рыночную стоимость компании, в то время как институциональные инвесторы ориентируются на инвестиционную стоимость, при этом разница между рыночной и инвестиционной стоимостью компаний (величина дисконта) в современных условиях рынка акционерного капитала существенно увеличилась и стала волатильнее;

- российские инвестиционные фонды в настоящий момент используют метод дисконтированных денежных потоков преимущественно в качестве вспомогательного и верифицирующего, а розничные инвесторы, как правило, в большей массе не используют его вовсе.

Таким образом, консенсус независимых аналитиков в части стоимости компаний не может являться обоснованием для формирования референтной стоимости в рамках DPO. С другой стороны, в рамках представленного в предыдущем параграфе текущей главы исследования, установлено наличие взаимосвязи между полноценным участием институциональных инвесторов в публичном размещении акций и достижением оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний.

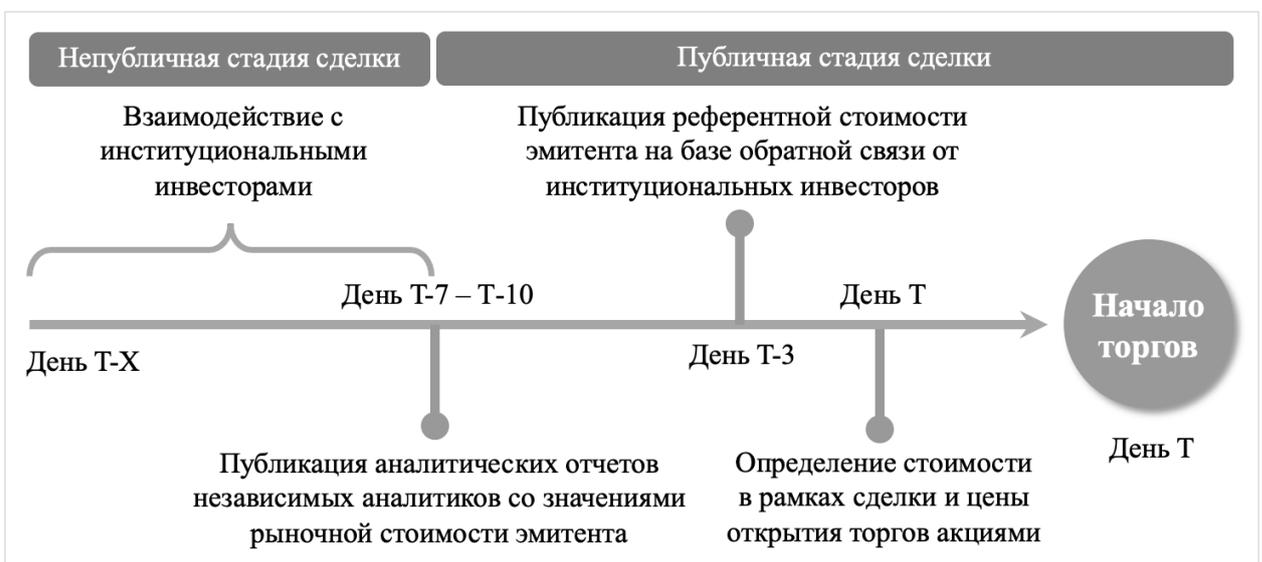
Основываясь на указанном результате исследования и анализе существующих практик можно сделать вывод, что референтная стоимость при реализации DPO в России должна формироваться в результате взаимодействия с институциональными инвесторами, при этом особую важность, как и в случае с IPO, представляет вовлечение фондов первой категории по разработанной авторской классификации. Подобная практика практически не используется на иностранных рынках, а также далека от российского опыта реализации DPO, однако, принимая во внимание настоящие особенности локального рынка, может стать наиболее эффективной для оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний.

В таком случае, предполагается публикация референтной стоимости компании, которая будет обоснована консолидированной обратной связью от институциональных инвесторов, полученной в результате их анализа эмитента и проведения оценки стоимости в процессе подготовки к сделке. Помимо прочего, преимущества такого подхода заключаются в следующем:

- частные инвесторы и прочие участники рынка получают компетентный ориентир по стоимости компании понимая, что раскрытое значение базируется на мнении ведущих инвестиционных фондов;
- раскрытый уровень стоимости базируется на оценке инвестиционной стоимости компании, а не рыночной, что позволяет соблюсти интересы инвесторов при участии в прямом листинге;
- формирование и раскрытие референтной стоимости компании при участии фондов приближает алгоритм формирования стоимости на DPO к международному с точки зрения базы инвесторов, частично сглаживая текущие диспропорции в структуре инвесторов на российском рынке;
- повышение прозрачности проведения прямого листинга и защита розничных инвесторов, которые, несмотря на преобладание в объемах торгов и в общем спросе на сделках, являются наиболее уязвимыми и подверженными рискам при инвестировании на рынках капитала.

Следовательно, в рамках алгоритма формирования стоимости при DPO компанией проводится взаимодействие с фондами для формирования позиции к уровню оценки, после чего сделка переходит в публичную стадию, в рамках которой публикуются аналитические отчеты и референтная стоимость, основанная на консенсусе позиций по оценке таких фондов. Следом за указанными раскрытиями начинаются торги акциями, что представлено на рисунке 28.

Институциональные инвесторы в целом склонны несколько занижать обратную связь в части оценки стоимости компании в рамках сделки, преследуя возможность совершения будущей сделки на более выгодных для себя условиях [123]. Однако мотивация придерживаться подобной стратегии при DPO у фондов существенно ниже: в рамках прямого листинга итоговая стоимость компании на сделке, а также цена акций в рамках открытия торгов могут не совпадать с референтной стоимостью, формируемой в процессе сделки с участием институциональных инвесторов.



Источник: составлено автором.

Рисунок 28 – Последовательность этапов в рамках предложенного алгоритма формирования стоимости компании при реализации прямого листинга на российском рынке акционерного капитала после 2022 г.

Провести транзакции на уровне определенной инвестиционной стоимости эмитента в рамках сделки, как на сделках IPO, у инвесторов не

будет возможности из-за отсутствия сбора книги заявок. При этом цена акций на открытии торгов определяется отдельно с учетом спроса и предложения на ценные бумаги по различным уровням стоимости и может сильно отличаться от той, которая сформируется на рынке в ходе вторичных торгов, в то время как в рамках IPO, ориентируясь на устанавливаемую окончательную инвестиционную стоимость эмитента, проводятся первые сделки со всеми заинтересованными инвесторами до начала торгов.

Таким образом, выдвинутая научно-практическая рекомендация заключается в формировании референтной стоимости компании при реализации прямого листинга исключительно в результате взаимодействия с институциональными инвесторами [100], в особенности с инвестиционными фондами первой категории по установленной авторской классификации, что позволит нивелировать существующую диспропорцию в структуре инвесторов на российском рынке. При этом важно отметить, что часть представленной международной практики может быть использована на отечественном рынке по мере его дальнейшего развития.

Развивающаяся на международных рынках капитала структура сделок прямого листинга с возможностью привлечения капитала эмитентами путем дополнительной эмиссии требует некоторых дополнений и корректировок в части алгоритма формирования стоимости компаний, а также выдвинутых в исследовании рекомендаций. Основные отличительные черты подобной структуры проведения прямого листинга представлены в таблице 13.

При классическом DPO окончательная стоимость компании в рамках сделки и соответствующая цена открытия торгов акциями не должны согласовываться с эмитентом, так как торги бумагами начинаются сделками между продающими акционерами и инвесторами. Цена открытия торгов акциями может существенно отличаться от объявленной ранее референтной стоимости, что никак не влияет на их реализацию – стороны сами корректируют заявки по различным уровням. Так сохраняются рыночные принципы при определении стоимости и последующей цены акций после

заключения первых транзакций: если равновесие между заявками на продажу и на покупку не будет найдено, то сделка может быть нереализованной с переносом на более поздний период.

Таблица 13 – Сравнение структур реализации прямого листинга в зависимости от проведения дополнительной эмиссии акций и привлечения капитала компанией

Прямой листинг без проведения дополнительной эмиссии акций	Прямой листинг с проведением дополнительной эмиссии акций
Продающие акционеры наравне с компанией являются основными и прямыми выгодоприобретателями сделки, при этом в части реализации ценных бумаг – только продающие акционеры компании	Компания является основным и прямым выгодоприобретателем сделки, в том числе в части реализации ценных бумаг, тогда как продающие акционеры являются косвенными выгодоприобретателями потенциальной сделки
Формирование free-float до проведения сделки является обязательным, без выполнения данного шага размещение акций не может быть реализованным	Формирование free-float до проведения сделки рекомендуется, но не является обязательным для реализации публичного размещения акций
Акции продаются исключительно продающими акционерами компании, капитал поступает соответствующим акционерам, за исключением применения структуры top-up, когда позднее капитал может быть передан компании	Акции дополнительной эмиссии продаются компанией, капитал поступает компании, а параллельно акции могут продаваться в том числе акционерами компании, которые также могут привлекать капитал на сделке
Продающие акционеры не обязаны раскрывать цели продажи акций, компания может раскрыть цели привлечения капитала при использовании top-up структуры сделки	Компания обязана раскрыть цели привлечения капитала, при этом в случае параллельной продажи ценных бумаг акционерами, они не обязаны раскрывать цели продажи акций

Источник: составлено автором.

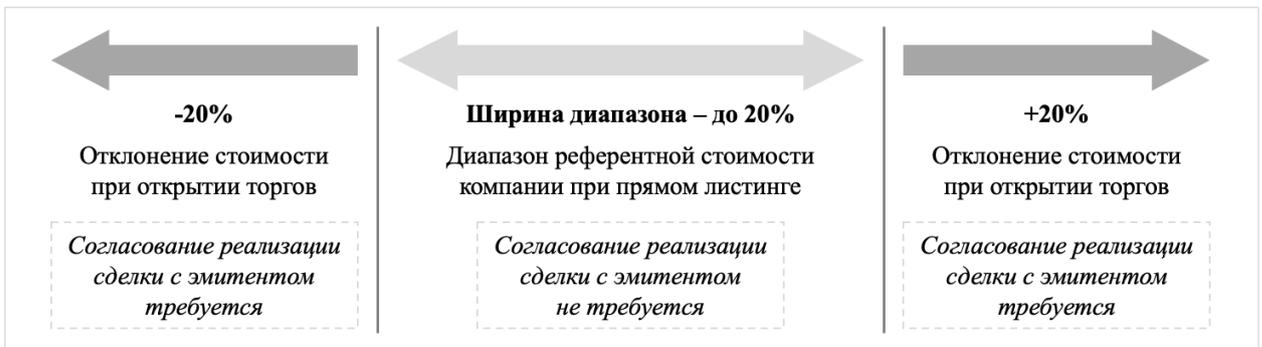
Наличие фактора привлечения капитала непосредственно эмитентом в рамках DPO с помощью проведения дополнительной эмиссии сопряжено с вопросом оценки стоимости компании и обоснованием привлечения средств, ведь размер привлекаемых средств в денежном выражении зависит непосредственно от оценки стоимости акционерного капитала. Именно поэтому для эффективной реализации подобной структуры прямого листинга на базе международного опыта предлагается:

– вместо референтной стоимости компании раскрывать перед проведением размещения акций референтный диапазон стоимости;

– ввести обязательное требование по детальному обоснованию целей привлечения средств и их дальнейшего использования, в том числе при различном размере привлеченных средств в зависимости от оценки;

– ввести процедуру обязательного согласования эмитентом стоимости компании на сделке и последующей цены открытия торгов акциями в случае отклонения от установленного референтного диапазона.

Референтный диапазон стоимости компании не только станет некоторым ориентиром для участников рынка, но и будет отражать цели эмитента по размеру привлечения капитала в рамках дополнительной эмиссии акций. Предлагаемая ширина референтного диапазона стоимости, приведенная на рисунке 29, составляет до 20%, что согласуется с текущей международной практикой, а также с медианной величиной ширины диапазонов стоимости российских компаний на первичных публичных размещениях акций с 2010 г., представленных в приложении П, что является наиболее репрезентативным показателем для участников локального рынка, в особенности инвесторов.



Источник: составлено автором.

Рисунок 29 – Иллюстративное изображение установления референтного диапазона стоимости компании в рамках DPO с дополнительной эмиссией акций с предельными значениями отклонений стоимости перед открытием торгов

Помимо наличия референтного диапазона стоимости компании, предлагается ввести также предельные значения отклонений от референтного диапазона стоимости при определении окончательной стоимости эмитента и цены открытия торгов его акциями. Размер такого предельного отклонения

также может составлять 20% в соответствии с настоящей практикой реализации DPO с подобной структурой на иностранных рынках акционерного капитала.

Предложенный подход и размер предельного отклонения являются оправданными с точки зрения целеполагания проведения сделки компаниями, которое заключается в привлечении капитала для определенных целей. При наличии более существенных отклонений от объявленного ранее диапазона стоимости, эмитентом либо не могут быть достигнуты заявленные цели в силу значительно более низкого размера сделки, либо эмитент получит больший размер капитала, цели привлечения которого не раскрыты участникам рынка, в том числе участникам сделки.

Таким образом, компания, как основной выгодоприобретатель сделки, в том числе в части привлечения капитала, имеет более значимую роль в алгоритме формирования стоимости, что является справедливым с учетом проведения дополнительной эмиссии акций:

- если параметры полученных от инвесторов заявок будут находиться в рамках установленного референтного диапазона стоимости компании, то согласование уровня стоимости на сделке эмитентом не требуется – размещение акций будет реализовано;

- если параметры полученных от инвесторов заявок будут находиться вне рамок установленного референтного диапазона стоимости компании, но в рамках предельных значений допускаемых отклонений от диапазона, то потребуется согласование эмитентом уровня стоимости на сделке и возможности реализации размещения акций;

- если параметры полученных от инвесторов заявок будут находиться вне рамок установленного референтного диапазона стоимости компании и предельных значений допускаемых отклонений от диапазона, то размещение акций отменяется либо переносится на определенный срок без согласования эмитентом.

С учетом наличия установленного диапазона стоимости компании в рамках DPO, также выдвигается рекомендация для обязательного раскрытия эмитентом целей использования средств, которые могут быть получены по результатам сделки, в зависимости от ее возможного размера. Соответственно, компании необходимо публиковать информацию по возможности реализации заявленных ранее планов при том или ином уровне отклонения от референтного диапазона стоимости. Это позволит повысить прозрачность размещения акций в целом, а инвесторам – иметь четкое представление о том, какие планы сможет реализовать компания согласно своей стратегии развития при привлечении того или иного размера акционерного капитала.

На основании вышеизложенного, при проведении DPO с элементом дополнительной эмиссии акций выдвигаются научно-практические рекомендации: (i) установление референтного диапазона стоимости компании и предельных значений отклонения от него при реализации сделки, (ii) введение требования по раскрытию целей привлечения капитала компанией в зависимости от оценки и возможных отклонений от референтного диапазона стоимости, (iii) введение процедуры обязательного согласования стоимости компании на сделке и проведения размещения акций в случае отклонения от установленного референтного диапазона стоимости.

Предложенная практика установления референтной стоимости и референтного диапазона стоимости компаний на DPO при взаимодействии с институциональными инвесторами предполагает формирование позиций между фондами, продающими акционерами и эмитентами, что позволит получить консенсус в части оценки стоимости компании в рамках сделки.

В российской практике реализации прямого листинга акций эмитентов существует опыт проведения встреч с институциональными инвесторами, однако он не является структурированным, а также не несет в себе цель по установлению референтной стоимости компании.

В международной практике инвестиционные банки имеют возможность отдельно от компании вести диалог с фондами, при этом компания также

самостоятельно проводит мероприятия по продвижению сделки. Такое разделение отражает наличие «стены» между ними, которая ограничивает переток обратной связи от инвесторов к эмитентам: если банки проводят встречи для определения потенциального спроса со стороны инвесторов, то эмитенты используют встречи как один из инструментов маркетинга.

Тем не менее, проведение данных процессов также не направлено на установление референтной стоимости компаний, а скорее необходимо для доведения инвестиционной истории широкому кругу потенциальных инвесторов в преддверии проведения сделки для обеспечения торгов на рынке. Для полноценного участия институциональных инвесторов в формировании и обосновании референтной стоимости эмитентов при реализации DPO, предлагается более предметный, последовательный и многоэтапный процесс взаимодействия с инвестиционными фондами, который индикативно представлен на рисунке 30.



Источник: составлено автором.

Рисунок 30 – Предложенный гибридный процесс взаимодействия с институциональными инвесторами для формирования референтной стоимости компании в рамках реализации прямого листинга в России

Для достижения при DPO более эффективного взаимодействия с инвестиционными фондами с целью формирования референтной стоимости компании предлагается внедрить гибридный процесс, который содержит в себе элементы, присущие первичным публичным предложениям акций. При этом предлагаемый процесс обладает определенными особенностями как с точки зрения этапов, так и с точки зрения времени их реализации, которые неизбежны ввиду наличия отличительных характеристик прямого листинга по сравнению с инструментом IPO.

Важно отметить, что международная практика проведения встреч с инвесторами в рамках DPO, предполагающая наличие «стен» между банками и компанией, в целом является оправданной с точки зрения прозрачности процесса и обоснованной в условиях полноценного функционирования рынков с оптимальной структурой инвесторов. Однако соответствие такой практике с учетом текущих особенностей российского рынка не позволит институциональным инвесторам играть ключевую роль в формировании референтной стоимости компании. Именно поэтому такая практика исключается в рамках предложенного гибридного процесса: между эмитентами и банками нет ограничений по перетоку информации.

Выработка позиции эмитента и продающих акционеров в рамках взаимодействия с институциональными инвесторами при формировании референтной стоимости компании в большей степени направлена на определение рыночной стоимости и базируется на следующих этапах:

- подготовка прогнозов развития компании, ключевых финансовых и операционных показателей, и оценка рыночной стоимости компании непосредственно эмитентом и продающими акционерами, используя как доходный, так и сравнительный подходы;
- предварительная оценка рыночной стоимости компании инвестиционными банками синдиката, в том числе на базе полученной информации и стратегии развития, используя различные подходы;

- формирование консенсус-взгляда на прогнозы, расчеты и предпосылки, а также рыночную стоимость компании всеми участниками рабочей группы проекта с учетом ранее полученных результатов – появление предварительных ожиданий в части оценки на стороне продавцов;
- определение рыночной стоимости компании независимыми аналитиками синдиката банков при публикации отчетов по сделке;
- проведение встреч менеджмента с инвесторами для окончательного определения интереса к инвестиционной истории, ответа на открытые вопросы и обсуждения взглядов на оценку компании;
- возможная корректировка рыночной стоимости эмитента по результатам взаимодействия с институциональными инвесторами, а также переход к инвестиционной стоимости для целей проведения сделки и согласования референтной стоимости компании.

Параллельно выработка позиции институциональных инвесторов при формировании референтной стоимости компании в основном направлена на определение инвестиционной стоимости, по которой участие в сделке является целесообразным, базируясь на следующих этапах:

- первый раунд встреч эмитента с фондами, целью которого является знакомство с компанией, обозначение ключевых вопросов и рисков, а также предоставление обратной связи в части наиболее релевантных подходов к оценке, применимых мультипликаторах, рассматриваемого перечня аналогов и прочей информации, которая касается оценки;
- второй раунд встреч, в рамках которого заинтересованным инвесторам предоставляется дополнительная информация о компании, способствующая проведению дальнейшего анализа и оценки стоимости;
- окончательный раунд встреч в рамках непубличной стадии сделки, где инвесторы уточняют открытые вопросы и формируют предварительную позицию в отношении оценки, заинтересованности в сделке и потенциальному спросу: по результатам получения обратной связи эмитент принимает решение о запуске публичной стадии DPO;

- встречи с независимыми аналитиками на базе отчетов после публичного объявления о DPO, которые несут обучающий характер и раскрывают рыночную стоимость компании, рассчитанную аналитиками;
- формирование фондами необязывающих индикативных заявок с указанием определенного уровня инвестиционной стоимости компании, а также последующие корректировки таких заявок (при необходимости).

Как правило, в международной практике реализации DPO независимые аналитики не готовят аналитических отчетов по сделке, что связано с регуляторными ограничениями и несовершенствами законодательства, которые не удалось преодолеть в силу относительно недавнего распространения инструмента [132]. Компании, вместо подготовки отчетов аналитиками, публикуют информационные материалы от своего имени, в том числе содержащие прогнозы собственных ключевых показателей. Однако в рамках представленного процесса взаимодействия с фондами предлагается готовить и публиковать отчеты независимыми аналитиками синдиката, что соответствует российскому законодательству [27].

Подготовка и публикация отчетов о сделке позволит независимым аналитикам проводить встречи с институциональными инвесторами, что будет способствовать более глубокому анализу при вовлечении дополнительной независимой стороны, а также формированию позиции в отношении оценки и необязывающих индикативных заявок. В рамках IPO по результатам таких встреч инвесторы предоставляют важную предметную обратную связь в части оценки стоимости и спроса, на базе которой компанией принимается решение об установлении диапазона стоимости для начала сбора заявок. В рамках же прямого листинга такая обратная связь позволит сформировать верное значение референтной стоимости компании, которая является наиболее близким аналогом диапазона стоимости при применении инструмента IPO.

На этапе публичной стадии сделки инвестиционные банки получают обратную связь от фондов, содержащую в себе необязывающие индикации по оценке стоимости эмитента и размеру спроса в рамках размещения акций. При

этом инвесторы могут корректировать такие индикации вплоть до объявления компанией окончательного значения референтной стоимости компании. На основе полученной обратной связи формируется консенсус по оценке институциональных инвесторов, отражающий их позицию.

После согласования эмитентом и продающими акционерами, данное значение может быть раскрыто рынку в качестве установленной референтной стоимости компании. Существенное количество этапов предложенного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами, при которых корректируются позиции в отношении стоимости компании, позволяют получить объективную величину, отражающую интересы всех сторон сделки, что делает такое значение опорным для других инвесторов на российском рынке, в том числе розничных.

Полученная референтная стоимость является инвестиционной стоимостью компании, которая ниже рыночной, что, как и в рамках IPO, делает приобретение акций привлекательной инвестиционной возможностью для участников рынка. При этом, в случае оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости, рыночная капитализация компании после сделки должна стремиться к значению ее рыночной стоимости, сокращая размер образовавшегося дисконта.

Исходя из вышеуказанного, в работе выдвигается научно-практическая рекомендация относительно внедрения гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами, содержащего элементы первичного публичного предложения акций, который направлен на определение референтной стоимости в рамках алгоритма формирования стоимости компании при применении прямого листинга.

Еще одним важным элементом алгоритма формирования стоимости компаний при реализации прямого листинга является процесс определения окончательного уровня стоимости эмитента в рамках сделки, который становится основной для проведения первых транзакции с инвесторами и установления цены открытия торгов акциями, а также дает начало

полноценным вторичным торгам ценными бумагами на бирже. Данный процесс имеет существенные различия в российской практике реализации DPO и в международной:

- в российской практике, используя референтную стоимость компании, биржа определяет технический диапазон стоимости (+/- 40% от ее значения) акций эмитента, в рамках которого его акционерами выставляются равновеликие заявки на продажу акций, при этом данный диапазон корректируется каждый день торгов по результатам предыдущего дня и с учетом нереализованного остатка ценных бумаг, а открытие торгов происходит по нижней границе диапазона;

- в международной практике используются отдельные биржевые режимы для проведения аукционов, в рамках которых инвесторы подают предварительные заявки на приобретение акций компании с указанием определенного уровня стоимости, а акционеры – на продажу, при этом биржевая система в режиме реального времени определяет актуальную референтную стоимость, а окончательная стоимость эмитента на сделке определяется в момент концентрации таких заявок вокруг одного равновесного уровня, после чего принимается решение о возможности проведения транзакций и установления цены открытия торгов.

Использование российской практики установления стоимости компании в рамках прямого листинга для последующего начала торгов акциями против международной практики затрудняет оптимальное функционирование алгоритма формирования стоимости, которое в том числе заключается в динамике показателя рыночной капитализации к значению рыночной стоимости эмитента, по нескольким ключевым причинам:

- инвесторам открывается возможность приобретения акций компании по уровню стоимости существенно ниже (40%), чем уровень референтной стоимости компании, установленный эмитентом заранее;

- инвесторы не принимают участия в определении стоимости компании в рамках сделки и установлении цены открытия торгов акциями;

- удовлетворение спроса на акции эмитента со стороны инвесторов по более низким уровням стоимости в рамках сделки снижает вероятность достижения рыночной капитализацией значения рыночной стоимости компании, а также повышает период, в рамках которого коэффициент раскрытия стоимости может достигнуть единицы;
- более высокая волатильность торгов на вторичном рынке, в том числе появление спекулятивной составляющей со стороны потенциальных инвесторов за счет наличия заявок по низким уровням стоимости;
- менее прозрачный процесс с точки зрения проведения DPO с привлечением капитала непосредственно эмитентом путем дополнительной эмиссии акций, где возникает необходимость определения референтного диапазона стоимости компании;
- отсутствие возможности корректировки значения референтной стоимости эмитента в случае, если ее значение полностью не отражало позицию институциональных инвесторов в силу различных причин и искажения алгоритма формирования стоимости компании.

С другой стороны, использование отдельной биржевой системы, которая реализует в определенный период времени аукцион приема заявок от всех сторон без ограничений и в режиме реального времени проводит расчет актуальной величины референтной стоимости эмитента, позволяет избежать всех недостатков, которые характерны для российской практики. Более того, такой подход к определению стоимости компании на сделке и установлению цены открытия торгов имеет некоторые характеристики сбора заявок в рамках IPO, однако отличается коротким сроком приема заявок (несколько часов), отсутствием ограничений по уровню стоимости в заявках, а также формированием стоимости эмитента на основе поиска равновесия между спросом и предложением на акции по различным уровням стоимости.

Именно поэтому для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компании на DPO в рамках современного российского рынка акционерного капитала необходимо придерживаться

международной практики определения стоимости акций на сделке и соответствующей цены открытия торгов, которая предполагает открытый аукцион в рамках биржевой инфраструктуры с регулярным расчетом актуальной референтной стоимости эмитента, а не выставление заявок на продажу бумаг в рамках широкого технического диапазона стоимости, рассчитанного с помощью ранее установленной референтной стоимости.

С учетом того, что прямой листинг еще не являлся распространенным среди российских инвесторов ни до 2022 г., ни после, среди актуальных публичных размещений акций на локальном рынке только три могут быть использованы для анализа и апробации выдвинутых научно-практических рекомендаций: сделка Positive Technologies в 2021 г., а также сделки CarMoney и Softline в 2023 г., которые описывались в исследовании. Так, прямой листинг акций Positive Technologies реализован на Московской бирже еще до начала трансформации российской экономики, что приведено в таблице 14.

Таблица 14 – Применение выдвинутых научно-практических рекомендаций в рамках прямого листинга акций Positive Technologies в 2021 г. на Московской бирже

Аспекты проведения DPO	Прямой листинг акций Positive Technologies (17.12.2021)	Научно-практические рекомендации
1	2	3
Формирование free-float	Дарение бумаг сотрудникам и партнерам для целей проведения сделки до DPO, около 11%	В рамках рекомендаций, при этом такой порядок создания free-float не закреплен биржей
Раскрытие референтной стоимости и обоснования до размещения акций	Раскрытие значения референтной стоимости компании до начала размещения акций отсутствовало	Обязательное раскрытие значения референтного диапазона и его обоснования за 3 дня до размещения
Обоснование расчета референтной стоимости	Основываясь на полученные оценки стоимости компании в отчетах от независимых аналитиков банков	Основываясь на многоэтапном процессе взаимодействия с институциональными инвесторами
Формирование значения референтной стоимости	Участие независимых аналитиков банков синдиката, но без участия институциональных инвесторов: рыночная стоимость компании	Участие институциональных инвесторов, но исключение участия независимых аналитиков банков: инвестиционная стоимость компании
Согласование стоимости и реализации сделки	Отсутствие согласования из-за выставления заявок по диапазону	Отсутствие согласования из-за привлечения капитала акционерами
Взаимодействие с инвесторами	Фокус на розничных инвесторов, ограниченная работа с фондами	Взаимодействие со всеми типами инвесторов, фокус на фондах
Проведение ранних встреч с фондами	Отсутствие встреч с фондами до публичного объявления о сделке	Многоэтапный процесс встреч с фондами до объявления о сделке

Продолжение таблицы 14

1	2	3
Обучающие встречи аналитиков с фондами	Полноценный процесс встреч аналитиков с фондами отсутствовал	Полноценный процесс обучающих встреч аналитиков с фондами
Получение заявок с оценкой и интересом	Индикации от фондов с оценкой, спросом не получены (допущение)	Получение обратной связи в части оценки и потенциального спроса
Определение стоимости компании на сделке и цены открытия торгов	Выставление акционерами заявок на продажу в рамках технического диапазона от референтной стоимости	Проведение короткого аукциона на бирже с расчетом актуальной референтной стоимости компании

Источник: составлено автором по материалам [51].

В рамках прямого листинга перед размещением компания раскрыла технический диапазон стоимости акций, в рамках которого акционерами выставлены равновеликие заявки на продажу ценных бумаг с определенным шагом в отношении стоимости. Такой технический диапазон рассчитан на основе референтной стоимости компании, которая не раскрывалась заранее отдельно с соответствующим обоснованием инвестиционному сообществу, что стало бы ясным ориентиром всем участникам рынка для принятия решений по оценке стоимости и потенциальному участию в сделке.

Несмотря на то, что сделка проведена до 2022 г., когда ландшафт институциональных инвесторов на российском рынке еще включал в себя крупнейшие международные фонды, референтная стоимость компании на DPO формировалась без их участия. Обоснование референтной стоимости основывалось на отчетах независимых аналитиков инвестиционных банков, из-за чего представленная рынку оценка представляла собой рыночную стоимость компании, а не инвестиционную стоимость, которая бы учитывала соответствующие требования по доходности со стороны инвесторов.

С учетом отсутствия позиций институциональных инвесторов в рамках алгоритма формирования стоимости компании, весь процесс взаимодействия с инвесторами сфокусирован на розничных инвесторах и не включал в себя ранние встречи с фондами, а также последующие обучающие встречи независимых аналитиков с фондами. Результатом стала невозможность получения от институциональных инвесторов обратной связи в отношении

оценки стоимости эмитента и интереса к сделке. При этом окончательная стоимость компании на сделке и цена открытия торгов определены с помощью выставления заявок акционерами в рамках технического диапазона стоимости с учетом референтной стоимости эмитента на Московской бирже, где практика использования рекомендуемого короткого аукциона с расчетом актуальной референтной стоимости отсутствует.

Результатами такого неоптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компании в рамках DPO, который не учитывает выдвинутые научно-практические рекомендации, стали:

- высокая волатильность и отсутствие равновесия на вторичных торгах, в том числе давление и постепенное падение котировки ценных бумаг более 40 первых торговых сессий после начала торгов, а также крайне низкие показатели дневной ликвидности;
- несбалансированная структура акционеров по результатам сделки с практическим отсутствием долгосрочных институциональных инвесторов и перевесом в сторону розничных инвесторов;
- низкие показатели динамики коэффициента раскрытия стоимости, демонстрирующего достижение рыночной капитализацией эмитента значения его рыночной стоимости.

Прямой листинг акций CarMoney реализован после 2022 г. и включал в себя элемент привлечения капитала эмитентом как представлено в таблице 15.

Таблица 15 – Применение выдвинутых научно-практических рекомендаций в рамках прямого листинга акций CarMoney в 2023 г. на Московской бирже

Аспекты проведения DPO	Прямой листинг акций CarMoney (03.07.2023)	Научно-практические рекомендации
1	2	3
Формирование free-float	Продажа акций двумя крупными акционерами с top-up поступлением средств в компанию, около 16%	В рамках рекомендаций, при этом такой порядок создания free-float не закреплен биржей
Раскрытие референтного диапазона и обоснования до размещения акций	Раскрытие значения технического диапазона стоимости для заявок на продажу акций без обоснования	Обязательное раскрытие значения референтного диапазона и его обоснования за 3 дня до размещения

Продолжение таблицы 15

1	2	3
Обоснование расчета референтного диапазона стоимости компании	Основываясь на полученные оценки стоимости компании в отчетах от независимых аналитиков банков	Основываясь на многоэтапном процессе взаимодействия с институциональными инвесторами
Формирование значения референтного диапазона стоимости компании	Участие независимых аналитиков банков синдиката, но без участия институциональных инвесторов: рыночная стоимость компании	Участие институциональных инвесторов, но исключение участия независимых аналитиков банков: инвестиционная стоимость компании
Согласование стоимости и реализации сделки	Отсутствие согласования из-за выставления заявок по диапазону, предельных отклонений от него нет	Необходимость согласования оценки и сделки эмитентом из-за структуры привлечения капитала компанией
Раскрытие целей привлечения капитала	Детальное раскрытие с таблицами чувствительности отсутствовало, а дополнительный объем cash-out компонента реализован по верхней границе технического диапазона	Необходимо подробное раскрытие использования капитала и указание чувствительности в зависимости от различных уровней стоимости компании на сделке
Взаимодействие с инвесторами	Фокус на розничных инвесторов, ограниченная работа с фондами	Взаимодействие со всеми типами инвесторов, фокус на фондах
Проведение ранних встреч с фондами	Отсутствие встреч с фондами до публичного объявления о сделке	Многоэтапный процесс встреч с фондами до объявления о сделке
Обучающие встречи аналитиков с фондами	Полноценный процесс встреч аналитиков с фондами отсутствовал	Полноценный процесс обучающих встреч аналитиков с фондами
Получение заявок с оценкой и интересом	Индикации от фондов с оценкой, спросом не получены (допущение)	Получение обратной связи в части оценки и потенциального спроса
Определение стоимости компании на сделке и цены открытия торгов	Выставление акционерами заявок на продажу в рамках технического диапазона от референтной стоимости	Проведение короткого аукциона на бирже с расчетом актуальной референтной стоимости компании

Источник: составлено автором по материалам [49].

Как и в рамках DPO Positive Technologies, компания до проведения размещения акций раскрыла технический диапазон стоимости, в пределах которого акционеры выставили заявки на продажу бумаг, при этом раскрытие референтного диапазона стоимости эмитента с обоснованием отсутствовало. Важно отметить, что расчет такого технического диапазона стоимости вновь осуществлен на базе референтной стоимости, полученной из отчетов независимых аналитиков банков, а не основываясь на формировании позиций институциональных инвесторов.

До проведения размещения акций инвестиционному сообществу не раскрыта детальная информация относительно целей привлечения капитала, в том числе не представлены таблицы чувствительности по размеру полученных средств и их использованию в зависимости от различных уровней

стоимости компании на сделке. При этом согласование оценки стоимости и реализации сделки со стороны эмитента отсутствовало в силу выставления заявок на продажу бумаг по техническому диапазону стоимости и отсутствия установленных предельных отклонений от него.

Сделка также характеризовалась ограниченным взаимодействием с институциональными инвесторами, в том числе до публичного объявления, и фокусом на розничных инвесторов. Несмотря на наличие отчетов по сделке, в целом аналитическое покрытие является ограниченным, а встречи аналитиков с фондами не проводились. Такой подход полностью исключил получение обратной связи от фондов для целей алгоритма формирования стоимости компании, а окончательная стоимость акций и цена открытия торгов определены аналогично размещению акций Positive Technologies.

Отсутствие референтного диапазона стоимости, детального раскрытия целей привлечения средств и соответствующего согласования эмитентом окончательной стоимости в рамках сделки перед открытием торгов привело к тому, что потенциальные инвесторы ограничены в данных для собственной оценки и принятия взвешенного инвестиционного решения. Более того, наличие в структуре сделки компонента cash-out продажи акций, который, в отличие от продажи ценных бумаг для привлечения средств в компанию на дальнейшее развитие, реализован исключительно по верхней границе технического диапазона стоимости, сделало размещение акций непрозрачным для инвесторов.

Неоптимальное функционирование алгоритма формирования стоимости компании также привело к соответствующим результатам и на вторичном рынке, которые отмечены в рамках DPO Positive Technologies. Однако важно отметить, что указанные последствия постепенно лишь усиливались для компании вплоть до момента исследования, а значение рыночной капитализации сократилось более чем в 2 раза со сделки – коэффициент раскрытия стоимости практически на всем рассматриваемом периоде времени является отрицательным.

Последним прецедентом реализации DPO на российском рынке стала сделка Softline в 2023 г., которая в том числе отличается нестандартным способом формирования free-float, что приведено в таблице 16.

Таблица 16 – Применение выдвинутых научно-практических рекомендаций в рамках прямого листинга акций Softline в 2023 г. на Московской бирже

Аспекты проведения DPO	Прямой листинг акций Softline (23.09.2023)	Научно-практические рекомендации
1	2	3
Формирование free-float	Обмен акций при разделении периметра бизнеса на локальный и международный, около 16%	В рамках рекомендаций, при этом такой порядок создания free-float не закреплен биржей
Раскрытие референтной стоимости и обоснования до размещения акций	Раскрытие значения референтной стоимости компании до начала размещения акций отсутствовало	Обязательное раскрытие значения референтного диапазона и его обоснования за 3 дня до размещения
Обоснование расчета референтной стоимости	Основываясь на полученные оценки стоимости компании в отчетах от независимых аналитиков банков	Основываясь на многоэтапном процессе взаимодействия с институциональными инвесторами
Формирование значения референтной стоимости	Участие независимых аналитиков банков синдиката, но без участия институциональных инвесторов: рыночная стоимость компании	Участие институциональных инвесторов, но исключение участия независимых аналитиков банков: инвестиционная стоимость компании
Согласование стоимости и реализации сделки	Отсутствие согласования: нет продаж компанией и акционерами, а также аукциона определения стоимости	Отсутствие согласования из-за структуры сделки без включения cash-in компонента
Взаимодействие с инвесторами	Взаимодействие со всеми типами инвесторов, фокус на фондах	В рамках рекомендаций: фокус на всех типах инвесторов
Проведение ранних встреч с фондами	Наличие встреч с фондами до публичного объявления о сделке	Многоэтапный процесс встреч с фондами до объявления о сделке
Обучающие встречи аналитиков с фондами	Полноценный процесс обучающих встреч аналитиков с фондами	В рамках рекомендаций: проведение PDIE-встреч с фондами
Получение заявок с оценкой и интересом	Получено ограниченное число индикации от фондов с оценкой и интересом (допущение)	Получение обратной связи в части оценки и потенциального интереса к участию в обмене или покупке после
Определение стоимости компании на сделке и цены открытия торгов	Открытие торгов на уровне референтной стоимости, отсутствие аукциона и заявок на продажу в рамках технического диапазона	Проведение короткого аукциона на бирже с расчетом актуальной референтной стоимости компании после проведения обмена

Источник: составлено автором по материалам [50].

Несмотря на аналогичный подход в части формирования и раскрытия референтной стоимости компании, как и на предыдущих сделках, в рамках данного DPO эмитент взаимодействовал со всеми типами инвестором, в том числе с институциональными инвесторами. До публичного объявления о размещении акций проведен ряд встреч с инвестиционными фондами,

а после публикации намерения о проведении прямого листинга начались встречи независимых аналитиков с фондами.

При этом в рамках алгоритма формирования стоимости компании полученная ограниченная обратная связь от институциональных инвесторов в отношении оценки стоимости и интереса к размещению акций не использована, в том числе невозможно достоверно определить намерения компании в части ее применения, поэтому референтная стоимость эмитента основывалась на оценках независимых аналитиков инвестиционных банков. Отсутствие продажи ценных бумаг как со стороны акционеров, так и со стороны компании привело к установлению стоимости эмитента на сделке и открытию трогов на уровне референтной стоимости, которая отражала рыночную стоимость Softline, а не инвестиционную.

Представленная сделка во многих аспектах взаимодействия с институциональными инвесторами соответствует научно-практическим рекомендациям, при этом позиция инвестиционных фондов все-таки исключена из алгоритма формирования стоимости компании, что привело к искажению его результатов. Кратковременный рост котировок ценных бумаг после начала торгов за счет активности частных инвесторов сменился постепенным спадом, из-за которого последующая сделка SPO через несколько месяцев проведена по стоимости ниже, чем референтная стоимость при DPO, а коэффициент раскрытия стоимости на среднесрочном горизонте до момента исследования демонстрирует отрицательную динамику.

Подводя итог, в исследовании выдвигается ряд научно-практических рекомендаций по совершенствованию алгоритма формирования стоимости при использовании российскими компаниями инструмента DPO в условиях трансформации отечественной экономики, которые позволят достичь оптимального функционирования алгоритма и получить корректные значения стоимости компаний в рамках сделок:

– научно-практическая рекомендация о необходимости формального закрепления биржами требования о наличии источников

формирования достаточного числа акций в свободном обращении в рамках реализации DPO с предложением соответствующего перечня источников;

- научно-практическая рекомендация о необходимости раскрытия участникам рынка капитала референтной стоимости компании с указанием соответствующего обоснования указанной величины;

- научно-практическая рекомендация относительно формирования референтной стоимости компании исключительного в результате взаимодействия с институциональными инвесторами, в особенности с инвестиционными фондами первой категории по установленной авторской классификации, что позволит нивелировать существующую диспропорцию в структуре инвесторов на текущем российском рынке;

- научно-практические рекомендации при реализации прямого листинга с дополнительной эмиссией акций (i) об установлении референтного диапазона стоимости компании и предельных значений отклонения от него при реализации сделки, (ii) о необходимости введения требования по раскрытию целей привлечения капитала компанией в зависимости от оценки и возможных отклонений от референтного диапазона стоимости, (iii) о необходимости введения процедуры обязательного согласования окончательной стоимости на сделке, цены открытия торгов и проведения размещения акций в случае отклонений от установленного референтного диапазона стоимости;

- научно-практическая рекомендация по внедрению гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами, содержащего элементы IPO, который направлен на формирование референтной стоимости компании в рамках сделки.

Таким образом, в рамках текущей главы исследования удалось разработать ряд научно-практических рекомендаций по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструментов IPO и DPO, которые, основываясь на результатах предложенной матрицы сравнения индивидуальных характеристик ключевых инструментов,

определены как приоритетные для использования российскими эмитентами при публичном привлечении акционерного капитала.

Выдвинутые научно-практические рекомендации в отношении алгоритма формирования стоимости компаний в рамках IPO заключаются в выстраивании алгоритма с обязательным участием институциональных инвесторов с фокусом на инвесторов первой категории по предложенной авторской классификации; расчете показателя IPO-дисконта с использованием мультипликаторов компаний-аналогов, ограничив применение дисконта к оценкам независимыми аналитиками верифицирующей и вспомогательной функциями; установлении узкого диапазона стоимости компании или фиксированного значения ее стоимости на сделке с ориентацией на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов.

Предложенные научно-практические рекомендации касательно алгоритма формирования стоимости компаний в рамках DPO заключаются в раскрытии и формировании референтной стоимости компаний с участием институциональных инвесторов с фокусом на инвесторов первой категории по авторской классификации; определении референтного диапазона стоимости и предельных значений отклонений от него при утверждении сделки, установлении требования по раскрытию целей привлечения капитала в зависимости от уровня стоимости, включении процедуры согласования сделки с эмитентом в случае отклонений от референтного диапазона стоимости при дополнительной эмиссии акций; введении гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами с элементами IPO для целей определения референтной стоимости.

Заключение

Структурные изменения российской экономики, происходящие после 2022 г. и вызванные существенными внешними ограничениями и давлением, стали катализатором изменений на рынке акционерного капитала, роль которого возрастает за счет объективных потребностей отечественного бизнеса в долгосрочных финансовых ресурсах для развития в новых секторах и отраслях после частичного ухода иностранных компаний.

Необходимость в росте долевого финансирования российского бизнеса в условиях трансформации экономики приводит к потребности в развитии и адаптации инструментов публичного привлечения акционерного капитала, которые позволяют привлекать денежные средства путем продажи акций неограниченному кругу лиц, в результате чего эмитент обретает публичный статус и листинг ценных бумаг на бирже. Как в международной, так и в российской практике в основном выделяют четыре таких ключевых инструмента: IPO, DPO, SPAC и Spin-off.

Ключевым элементом данных инструментов, который подвергся наибольшему влиянию в результате изменений в экономике, является алгоритм формирования стоимости компаний – совокупность взаимосвязанных сторон и финансово-экономических отношений между ними, подходов и методов оценки стоимости бизнеса, а также действий и этапов, направленных на определение стоимости акционерного капитала потенциального эмитента акций (как рыночной, так и инвестиционной) для целей последующего проведения публичных сделок между компанией, ее акционерами и заинтересованными инвесторами различных типов.

Несмотря на сохранение структуры алгоритма формирования стоимости компаний, реализация его этапов подверглась значительному влиянию в результате трансформации российской экономики. Такое влияние является причиной возникновения факторов, оказывающих наибольшее воздействие на формирование стоимости эмитентов при публичных размещениях акций

в современных условиях, тогда как до 2022 г. они либо оказывали менее существенное воздействие на оценку, либо оказывали воздействие отличного направления и характера, либо вовсе отсутствовали.

В рамках исследования выделены следующие ключевые факторы влияния: нарастающее геополитическое давление и изменения в макроэкономической конъюнктуре; значительный рост уровня рисков на рынке акционерного капитала; локализация рынка и новая специфика ландшафта инвесторов; ограничения инфраструктуры рынка и расчетов; появление инвестиционных альтернатив; снижение потенциала достижения сопоставимого с аналогами уровня ликвидности, а также падение качества корпоративного управления и уровня раскрытия информации. Выявленные факторы отличаются от существующих фрагментарных оценок отдельных факторов, а их понимание и использование эмитентами будет способствовать комплексной и более точной оценке акционерного капитала, а также позволит выстраивать стратегию позиционирования на сделке для максимизации стоимости бизнеса.

При этом установленный фактор локализации рынка акционерного капитала оказывает существенное влияние на одну из сторон алгоритма формирования стоимости компаний – потенциальных инвесторов, – что может исказить его результаты. Поэтому предлагается авторская классификация российских инвесторов, позволяющая выделить ключевые группы инвесторов, участие которых важно и необходимо для оптимального формирования стоимости эмитентов в рамках сделок.

Предложенная классификация институциональных и розничных инвесторов учитывает размер активов под управлением, стратегии осуществления инвестиций, опыт участия в сделках, уровень компетенций для проведения комплексного анализа инвестиционной возможности, предоставление обратной связи и индикаций по спросу, а также чувствительность к оценке стоимости эмитентов. Использование предложенного подхода позволяет сделать вывод о наиболее важных группах

инвесторов каждого типа для участия в алгоритме формирования стоимости компаний при публичных размещениях акций.

Основываясь на объективной и установленной ранее необходимости развития алгоритма формирования стоимости компаний, проведен соответствующий анализ для целей определения наиболее приоритетных инструментов публичного привлечения акционерного капитала для эмитентов в условиях трансформации отечественной экономики.

Проведенный сравнительный анализ инструментов публичного привлечения акционерного капитала с точки зрения их применимости на российском рынке в условиях после 2022 г. стал основой при разработке матрицы индивидуальных характеристик таких инструментов, которая позволила выявить наиболее приоритетные инструменты для использования локальными эмитентами – IPO и DPO. Таким образом, IPO и DPO наиболее целесообразно развивать и приспособлять к существующим изменениям на локальном рынке в части их ключевого элемента – алгоритма формирования стоимости компаний.

При этом для совершенствования алгоритма формирования стоимости компаний при публичном размещении акций в условиях трансформации экономики и выдвижения научно-практических рекомендаций, проведен соответствующий анализ опыта проведения IPO в России до и после 2022 г., а также проведен анализ зарубежного и отечественного опыта применения эмитентами инструмента DPO.

Проведенный анализ позволил сделать вывод о различном уровне чувствительности к оценке стоимости эмитентов отдельных групп розничных инвесторов, а также о невозможности проведения оптимальной консолидации мнений частных инвесторов при использовании их позиции в рамках алгоритма формирования стоимости компаний в рамках IPO, несмотря на их преобладающее положение в структуре совокупного спроса.

С другой стороны, результаты анализа отобранной выборки из 13 IPO российских эмитентов с 2022 г. по апрель 2024 г. в период постепенного

восстановления рынка капитала позволили сделать вывод о наличии взаимосвязи между полноценным участием институциональных инвесторов и достижением оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при публичном размещении акций.

Полученные выводы стали основанием для выдвижения научно-практической рекомендации относительно выстраивания алгоритма формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций с обязательным участием институциональных инвесторов, при этом особую важность представляет вовлечение инвесторов первой категории по разработанной авторской классификации. Следование данной рекомендации компаниями не только приведет к корректному формированию стоимости акционерного капитала эмитента в рамках сделки, но и позволит добиться положительной динамики котировок на вторичном рынке, а также лучших показателей ликвидности и волатильности ценных бумаг.

Проведенный анализ также приводит к выводу о смещении фокуса независимых аналитиков банков в сторону метода дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости эмитентов в рамках IPO после 2022 г., в то время как институциональные инвесторы ориентируются на метод рынка капитала, который позволяет им принимать решение при сравнении с другими альтернативами на рынке капитала.

Такие результаты позволяют сделать заключение о различном значении результатов двух подходов к расчету IPO-дисконта в современных условиях: дисконт к мультипликаторам компаний-аналогов отражает позиции всех сторон на сделке и является ключевым для алгоритма формирования стоимости эмитента на IPO, в то время как дисконт к оценкам независимых аналитиков является более показательным для анализа результатов сделки и определения разницы к рыночной стоимости.

Таким образом, выдвинута научно-практическая рекомендация относительно необходимости расчета показателя IPO-дисконта с использованием мультипликаторов компаний-аналогов для достижения

оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости эмитентов в текущих условиях рынка капитала. При этом использование показателя IPO-дисконта к оценкам независимых аналитиков должно быть ограничено верифицирующей и вспомогательной функциями, которые позволят анализировать результаты после проведения сделки.

Кроме того, результаты проведенного анализа свидетельствуют о том, что устанавливаемые диапазоны инвестиционной стоимости компаний при публичных размещениях акций после 2022 г., как правило, уже в достаточной мере учитывают обратную связь и позиции институциональных инвесторов за счет более комплексного и многоэтапного взаимодействия с фондами до формального объявления о проведении сделки, в связи с чем в рамках алгоритма формирования стоимости эмитентов стороны меньше внимания и усилий уделяют установлению окончательного уровня стоимости на сделке, так как он соответствует их ожиданиям.

При этом подчеркивается важность в рамках алгоритма формирования стоимости компаний на IPO не концентрации всего спроса от инвесторов и уровня переподписки сделки по тому или иному уровню инвестиционной стоимости эмитента внутри ранее установленного диапазона, а значение концентрации институциональных заявок, которые являются ключевыми для оптимального функционирования алгоритма.

Полученные выводы стали основанием для выдвижения научно-практической рекомендации относительно установления более узкого диапазона стоимости компаний или фиксированного значения стоимости на IPO, а также относительно фокуса на концентрации спроса со стороны институциональных инвесторов с приоритетом в отношении инвестиционных фондов первой категории при установлении окончательного уровня инвестиционной стоимости эмитента на сделке.

Выдвинутые научно-практические рекомендации позволят достичь оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости при использовании российскими компаниями инструмента IPO.

Для последующей разработки научно-практических рекомендаций по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при использовании прямого листинга акций в условиях трансформации отечественной экономики проведен анализ международного и российского опыта реализации DPO. Результаты анализа позволили выдвинуть следующие рекомендации, которые позволят эмитентам достичь оптимального функционирования алгоритма и получить корректные значения стоимости в рамках проводимых локальных сделок:

- научно-практическая рекомендация о необходимости раскрытия участникам рынка капитала референтной стоимости компании с указанием соответствующего обоснования указанной величины;

- научно-практическая рекомендация относительно формирования референтной стоимости компании исключительно в результате взаимодействия с институциональными инвесторами, в особенности с фондами первой категории по установленной авторской классификации, что позволит нивелировать существующую диспропорцию в структуре инвесторов на текущем российском рынке акционерного капитала;

- научно-практические рекомендации при реализации прямого листинга с дополнительной эмиссией акций (i) об установлении референтного диапазона стоимости компании и предельных значений отклонения от него при определении цены открытия торгов, (ii) о необходимости введения требования по раскрытию целей привлечения капитала компанией в зависимости от оценки и возможных отклонений от референтного диапазона стоимости, (iii) о необходимости введения процедуры обязательного согласования окончательной стоимости на сделке, цены открытия торгов и проведения размещения акций в случае отклонений от установленного референтного диапазона стоимости;

- научно-практическая рекомендация по внедрению гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами, содержащего

элементы IPO, который направлен на формирование референтной стоимости компании.

Разработанные рекомендации позволят нивелировать существующую диспропорцию в структуре инвесторов на текущем рынке капитала и достичь корректных результатов функционирования алгоритма формирования стоимости при использовании российскими компаниями инструмента прямого листинга акций.

Список литературы

1. Брейли, Ричард. Принципы корпоративных финансов / Ричард Брейли, Стюарт Майерс ; перевод с английского Н. Барышниковой. – Москва : Издательство Олимп-Бизнес, 2016. – 1008 с. – ISBN 978-5-9693-0354-6.
2. Геддес, Росс. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес ; перевод с английского Ю. Кострубова. – Москва : Издательство Олимп-Бизнес, 2008. – 352 с. – ISBN 978-5-9693-0061-3.
3. Гулькин, П.Г. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO / П.Г. Гулькин, Т.А. Теремынькина. – Санкт-Петербург : Аналитический центр «Альпари СПб», 2008. – 190 с. – ISBN отсутствует.
4. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; перевод с английского И. Рубинштейна. – Одиннадцатое издание, переработанное и дополненное – Москва : Издательство Альпина Паблишер, 2019. – 1316 с. – ISBN 978-5-9514-6650-8.
5. Ивашковская, И.В. Российские корпорации в новой реальности. Финансовые стратегии на пути к антихрупкости / И.В. Ивашковская ; редакционный совет : И.В. Ивашковская (ответственный редактор), Я.И. Кузьминов, Р.Б. Алиев [и др.] // Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». – Москва : Издательский дом Высшей школы экономики, 2024. – 360 с. – ISBN 978-5-7598-4107-4.
6. Лукашов, А.В. IPO от I до O. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А.В. Лукашов, А.Е. Могин. – Москва : Издательство Альпина Бизнес Букс, 2014. – 361 с. – ISBN 978-5-9614-0598-9.
7. Мальков, А.В. IPO и SPO. Структурирование, ценообразование / А.В. Мальков // Москва : Издательство Манн, Иванов и Фербер, 2021. – 192 с. – ISBN 978-5-0016-9191-4.
8. Мальков, А.В. Ценообразование IPO и SPO: на пути от старого

рынка к новому / А.В. Мальков. – Москва : Издательство Альпина ПРО, 2024. – 128 с. – ISBN 978-5-2060-0340-6.

9. Миркин, Я.М. Методические рекомендации для эмитентов по подготовке и реализации программы первичного публичного размещения акций (IPO) / Я.М. Миркин. – Москва : Инвестиционная компания «Еврофинанс», 2006. – 76 с. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.mirkin.ru/_docs/ipo_metodic07062006.pdf (дата обращения: 03.03.2024).

10. Никонова, И.А. Ценные бумаги для бизнеса. Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций / И.А. Никонова. – Москва : Издательство Альпина Бизнес Букс, 2009. – 361 с. – ISBN 978-5-9614-0975-8.

11. Розенберг, Джерри М. Инвестиции: Терминологический словарь / Джерри М. Розенберг ; перевод с английского А. Волкова. – Москва : Издательство ИНФРА-М, 1997. – 400 с. – ISBN 5-86225-425-0.

12. Росс, Стивен А. Основы корпоративных финансов / Стивен А. Росс, Рэндольф У. Вестерфилд, Брэдфорд Д. Джордан ; перевод с английского А. Ефимова. – Москва : Издательство Олимп-Бизнес, 2021. – 1188 с. – ISBN 978-5-9693-0453-6.

13. Федотова, М.А. Оценка стоимости активов и бизнеса / М. А. Федотова, В. И. Бусов, О. А. Землянский [и др.] ; под редакцией М.А. Федотовой. – второе издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2025. – 539 с. – ISBN 978-5-5341-6679-8.

14. Avgouleas, E. The Political Economy of Financial Regulation (International Corporate Law and Financial Market Regulation) / E. Avgouleas, D.C. Donald (Editor). – Cambridge : University Press, 2019. – P. 63-101. – ISBN 978-1-1084-7036-0.

15. De Luca, Pasquale. Corporate Finance: Fundamentals of Value and Price / Pasquale De Luca. – Springer Text in Business and Economics, 2023. – 659 p. – ISBN 978-3031183027.

16. Espinasse, Philippe. IPO: A Global Guide (Third Edition) / Philippe Espinasse. – Hong Kong : University Press, 2022. – 404 p. – ISBN 978-9888754007.

17. Feldman, D.N. Reverse Mergers: And Other Alternatives to Traditional IPOs / D.N. Feldman. – Bloomberg Press, New York, 2010. – 304 p. – ISBN 978-1-5766-0340-6.

18. Laws, Jason. Essentials of Financial Management / Jason Laws. – Liverpool University Press, 2019. – 196 p. – ISBN 978-1786942050.

19. Papaioannou, G.J. Underwriting Services and the New Issues Market / G.J. Papaioannou, A.K. Karagozoglu. – Academic Press, 2017. – P. 51-72. – ISBN 978-0-1280-3282-4.

20. О внесении изменений в Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29.12.2022 № 4355-р [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 21.12.2023 № 3753-р] // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_465276/ (дата обращения: 24.12.2024).

21. О мерах по обеспечению технологической независимости и безопасности критической информационной инфраструктуры Российской Федерации [Указ Президента Российской Федерации от 30.03.2022 № 166 (с изменениями и дополнениями)] // Справочно-правовая система «Гарант». – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/hotlaw/federal/1535747/> (дата обращения: 26.12.2024).

22. О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов [Указание о внесении изменений в Указание Банка России от 05.12.2019 № 5343-У (редакция от 18.06.2024)] // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_348775/ (дата обращения 26.12.2024).

23. Об особенностях раскрытия и (или) предоставления информации, подлежащей раскрытию и (или) предоставлению в соответствии с

требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг» [Постановление Правительства Российской Федерации от 04.07.2023 № 1102] // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_451396/ (дата обращения: 24.12.2024).

24. Об утверждении Правил выдачи Правительственной комиссией по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации разрешений в целях реализации дополнительных временных мер экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации и иных разрешений, предусмотренных отдельными указами Президента Российской Федерации, а также реализации иных полномочий в указанных целях и внесении изменения в Положение о Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации [Постановление Правительства Российской Федерации от 06.03.2022 № 295 (ред. от 20.07.2024)] // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411065/e1df52198f2c959255da8f5b1ae1cbbd3dce6641/ (дата обращения: 24.12.2024).

25. Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29.12.2022 № 4355-р (ред. от 21.12.2023)] // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_436693/ (дата обращения: 15.01.2025).

26. Перечень поручений Президента Российской Федерации по итогам заседания Совета по стратегическому развитию и национальным проектам // Администрация Президента Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст :

электронный. – URL: <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/72467> (дата обращения: 13.01.2025).

27. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг : федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (последняя редакция). – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 01.05.2025).

28. Российская Федерация. Законы. Об акционерных обществах : федеральный закон от 26.12.1996 № 208-ФЗ (редакция от 30.11.2024). – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 01.05.2025).

29. Российская Федерация. Законы. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ (редакция от 14.02.2024). – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 12.12.2024).

30. Аналитический материал «Российский рынок акций: в ожидании охлаждения рынка труда, 2024» // Sber CIB Investment Research : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://research.sberbank-cib.com/web/guest> (дата обращения: 14.12.2024).

31. Аналитический материал «Российский рынок акций: оценка долгосрочного потенциала, 2023» // Sber CIB Investment Research : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://research.sberbank-cib.com/web/guest> (дата обращения: 14.12.2024).

32. База данных IPO и SPO // Preqvеса. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://preqvesa.ru/placements/> (дата обращения: 30.03.2025).

33. Более 6 млн человек в 2022 году открыли брокерские счета на Московской бирже // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n53950> (дата обращения: 26.12.2024).

34. Введение Федеральной налоговой службой налога на сверхприбыль // Федеральная налоговая служба : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.nalog.gov.ru/rn75/news/activities_fts/13957373/ (дата обращения: 14.12.2024).

35. Диасофт объявляет об изменении даты завершения сбора заявок в рамках IPO на 12 февраля 2024 года // Диасофт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.diasoft.ru/about/news/20932/> (дата обращения: 02.01.2025).

36. Доля частных инвесторов на рынке акций Московской биржи в ноябре превысила 80% // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n53380/?nt=106> (дата обращения: 26.12.2024).

37. Завершенные сделки и календарь IPO // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/s3767> (дата обращения: 26.12.2024).

38. Значение слова «алгоритм» в теории // Карта слов и выражений русского языка. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://kartaslov.ru/значение-слова/алгоритм> (дата обращения: 26.12.2024).

39. Инвестиции управляющих компаний: IPO российского рынка // Cbonds. – Cbonds Review. – 2024. – № 4. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://review.cbonds.info/article/magazines/6321/> (дата обращения: 30.03.2025).

40. Индексы. Значения индексов. Основные индексы акций и индекс волатильности. Индекс Московской Биржи и Индекс волатильности

российского рынка // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/indices> (дата обращения: 26.12.2024).

41. Информационно-аналитический материал «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов» // Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027/ (дата обращения: 14.12.2024).

42. Информационно-аналитический материал «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов» // Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/onfinmarket/ (дата обращения: 01.01.2025).

43. Информационно-аналитический материал «Стандарты сделки по первичному публичному предложению / размещению акций (IPO) на Московской бирже» // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://fs.moex.com/f/21142/ipo-standarty.pdf> (дата обращения: 24.04.2025).

44. Информация о работе Московской биржи 28 февраля 2022 года (временный запрет для брокеров на исполнение сделок по продаже ценных бумаг по поручению нерезидентов) // Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=28022022_072328SUP_MEAS28022022_072619.htm (дата обращения: 04.12.2024).

45. Ключевая ставка Банка России // Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/keyrate/ (дата обращения: 14.12.2024).

46. Количество IPO и SPO компаний Российской Федерации в 2022 году может превысить результаты 2021 года // ТАСС : сайт. – Текст :

электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/13080947> (дата обращения: 26.12.2024).

47. Количество частных инвесторов на Московской бирже превысило 31 миллион // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n68762#> (дата обращения: 18.11.2024).

48. Минпромторг вскоре представит меры поддержки компаний, привлекающих средства через IPO/SPO // Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.interfax.ru/business/982801> (дата обращения: 01.01.2025).

49. ПАО «СмартТехГрупп» (CarMoney) объявляет о параметрах планируемой продажи его акционерами обыкновенных акций в рамках листинга на Московской бирже // СмартТехГрупп : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://smarttechgroup.pro/press-center/nashi-novosti/pao-smarttekhgrupp-carmoney-obyavlyayet-o-parametrakh-planiruyemoy-prodazhi-yego-aktsionerami-obyknovennykh-aktsiy-v-ramkakh-listinga-na-mosbirzhe> (дата обращения: 20.04.2025).

50. ПАО «Софтлайн» объявляет о намерении провести прямой листинг акций на Московской бирже и индикативный план-график обмена акций на ГДР Noventiq Holdings Plc // Софтлайн : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://softlinegroup.com/news/pao-softlayn-obyavlyayet-o-namerenii-provesti-pryamoj-listing-aktsiy/> (дата обращения: 20.04.2025).

51. Первое хайтек-размещение на Московской бирже. Манифест // Группа Позитив : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://group.ptsecurity.com/storage/documents/Russkie_hakery_na_birzhe.pdf (дата обращения: 14.08.2024).

52. Прямой листинг как новый тренд на рынках капитала, 2022 // Ведомости : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL:

<https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2022/02/09/908606-pryamoi-listing> (14.08.2024).

53. Размещение акций компаний, IPO и SPO. Особо бумажные персоны: как частные инвесторы трансформируют рынок IPO // Коммерсантъ. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/6382051> (дата обращения: 14.01.2024).

54. Руководство для эмитента: «Как стать публичной компанией? (IPO-Гид)» // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://fs.moex.com/f/19351/mosbirzha-ipo-guide2023-rus-book.pdf?yqrid=4GlbPrRfKK9> (дата обращения: 21.12.2024).

55. Руководство для эмитента: «Подготовка к IPO – основные шаги подготовки и проведения IPO» // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://ipoguide.moex.com/ru/section-2-1.html> (дата обращения: 14.08.2024).

56. Система ограничений на параметры заявок // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/a774> (дата обращения: 14.08.2024).

57. Совет директоров рекомендует выплатить промежуточные дивиденды за первое полугодие 2022 года в размере 51,03 руб. на акцию // Газпром : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.gazprom.ru/press/news/2022/august/article556086/> (дата обращения: 26.12.2024).

58. Спрос на акции «СПБ Биржи» в ходе IPO составил 800 млн долл. США // Ведомости : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2021/11/19/896614-birzha-privlekla-ipo-800-mln> (дата обращения: 23.12.2024).

59. Статистика объемов торгов // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL:

<https://www.moex.com/ru/ir/interactive-analysis.aspx#> (дата обращения: 14.12.2024).

60. Фондовый рынок. Рынок акций: итоги // Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/s2184> (дата обращения: 17.12.2024).

61. ЦБ РФ сообщил о разблокировке около половины замороженных частных активов // РБК : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.rbc.ru/finances/09/04/2025/67f66cb49a79470ac8900356> (дата обращения: 15.04.2025).

62. Cbonds Research Hub: информационно-аналитический ресурс. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbonds.ru/comments/> (дата обращения: 30.03.2025). – Текст: электронный.

63. Investfunds API: данные по финансовым инструментам в структурированном виде (база данных) // Investfunds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://investfunds.ru/api/> (дата обращения: 26.12.2024).

64. Sber CIB Investment Research : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://research.sberbank-cib.com/web/guest> (дата обращения: 14.12.2024). – Текст : электронный.

65. A Current Guide to Direct Listings, 2021 // Gibson Dunn : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.gibsondunn.com/a-current-guide-to-direct-listings/> (дата обращения: 14.08.2024).

66. A Guide to Direct Listings and How they are different from IPOs // Public Holdings. Stock Market (Rachel Curry) : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://public.com/learn/direct-listings-vs-ipos?wpsrc=Organic+Search&wpsn=www.google.com> (дата обращения: 20.08.2024).

67. All about Direct Listings, 2019 // Andreessen Horowitz (McGurk J.) : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://a16z.com/all-about-direct-listings/> (дата обращения: 14.08.2024).

68. Amendment № 3 to Modify Certain Pricing Limitations for Companies Listing in Connection with a Direct Listing with a Capital Raise // The U.S. Securities and Exchange Commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/files/rules/sro/nasdaq/2022/34-96443.pdf> (дата обращения: 14.08.2024).

69. Database: Russian and Kazakh Equity Capital Markets Deals in 2000-2022 // Dealogic Cortex : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cortex.dealogic.com> (дата обращения: 05.09.2024).

70. Database: Russian Equity Capital Market Deals in 2000-2024 // Dealogic Cortex : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cortex.dealogic.com> (дата обращения: 20.08.2024).

71. Database: Russian Equity Capital Market Deals in 2012-2024 (including SPACs and PIPEs, excluding Convertible Bonds) // Dealogic Cortex : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cortex.dealogic.com> (дата обращения: 26.12.2024).

72. Database: Russian Equity Capital Markets Deals in 2021-2024 // Dealogic Cortex : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cortex.dealogic.com> (дата обращения: 14.09.2024).

73. Direct Listings: A streamlined way of going public. Bookviewer technology (full order book on the desktop) // Nasdaq : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nasdaq.com/solutions/listings/markets/americas/ways-to-list/direct> (дата обращения: 14.08.2024).

74. Direct Listings: An Alternative Path to the Public Markets // Nasdaq : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. –

URL: <https://www.nasdaq.com/articles/direct-listings%3A-an-alternative-path-to-the-public-markets-2021-04-15> (дата обращения: 14.08.2024).

75. Division of Corporate Finance. Special Purpose Acquisition Companies. CF Disclosure Guidance: Topic № 11 // The U.S. Securities and Exchange Commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies> (дата обращения: 14.08.2024).

76. Financial Reporting Manual // The U.S. Securities and Exchange Commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-2> (дата обращения: 26.12.2024).

77. Foreign funds now own 81% of all shares listed on Moscow Exchange, 2021 // Reuters : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.reuters.com/article/us-russia-moex-idUSKBN2EZ1XU> (дата обращения: 02.11.2024).

78. Glossary. Spin-off // Nasdaq : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nasdaq.com/glossary/s/spinoff> (дата обращения: 14.08.2024).

79. Like choosy shoppers at a retail store, IPO investors are demanding discounts and displaying price sensitivity, 2023 // MarketWatch (Linnane C.) : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.marketwatch.com/story/like-shoppers-ipo-investors-are-demanding-discounts-and-showing-price-sensitivity-1544c027> (дата обращения: 26.12.2023).

80. Nasdaq Direct Listings // Nasdaq : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nasdaq.com/solutions/listings/markets/americas/ways-to-list/direct> (дата обращения: 14.08.2024).

81. Nasdaq Permits Primary Direct Listings and Proposes Relaxation of Pricing Limits // Skadden : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2021/06/nasdaq-permits-primary-direct->

listings/nasdaqpermitsprimarydirectlistingsandproposesrelax.pdf (дата обращения: 14.08.2024).

82. NYSE Direct Listing // NYSE : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nyse.com/direct-listings> (дата обращения: 14.08.2024).

83. NYSE IPO Guide – Direct Listing // NYSE : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/NYSE-IPO%20Guide.pdf> (дата обращения: 14.08.2024).

84. NYSE IPO Guide, Third Edition – Direct Listing // NYSE : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf (дата обращения: 14.08.2024).

85. SEC approves Nasdaq’s relaxed pricing limits for primary direct listings // Davis Polk : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.davispolk.com/insights/client-update/sec-approves-nasdaqs-relaxed-pricing-limits-primary-direct-listings> (дата обращения: 14.08.2024).

86. Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) // Nasdaq : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nasdaq.com/solutions/listings/markets/americas/ways-to-list/spac> (дата обращения: 14.08.2024).

87. Types of Registered Offerings // The U.S. Securities and Exchange Commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/education/capitalraising/building-blocks/registered-offerings> (дата обращения: 14.08.2024).

88. What are Direct Listings? (2021) // The Balance: Investing – Assets & Market – Stocks (Green J.) : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.thebalancemoney.com/direct-listings-5116194> (дата обращения: 14.08.2024).

89. What to Know About Direct Listings – From a Banker // Morgan Stanley, Global Capital Markets (Stewart C.) : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.morganstanley.com/ideas/what-to-know-about-direct-listings-from-a-banker> (дата обращения: 14.08.2024).

90. Акинфиев, В.К. Санкции и моделирование финансовой устойчивости компаний / В.К. Акинфиев // Управление большими системами: сборник трудов. – 2022. – № 97. – С. 29-57. – ISSN 1819-2440.

91. Берзон, Н.И. Зависимость риска и доходности активов от временного горизонта инвестирования / Н.И. Берзон // Университетское управление: практика и анализ. – 2008. – № 3 (55). – С. 65-72. – ISSN 1999-6640.

92. Брюховецкая, С.В. Дискуссионные вопросы определения понятия IPO / С.В. Брюховецкая // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2010. – № 10 (109). – С. 56-65. – ISSN 0869-446X.

93. Ковригин, И.Ю. Анализ мотивов и доходности сделок по реорганизации бизнеса в формате Spin-off / И.Ю. Ковригин // Финансы и кредит. – 2016. – № 1. Том 21. – С. 47-62. – ISSN 2073-8005.

94. Козырь, Ю.В. К вопросу об оценке вклада ликвидности в рыночную стоимость активов и определении премии и скидки за изменение ликвидности / Ю.В. Козырь // Вопросы оценки. – 2021. – № 1 (103). – С. 10-25. – ISSN 2224-0764.

95. Косорукова, И.В. Влияние раскрытия эмитентом существенных фактов на цену акций / И.В. Косорукова, Н.Н. Прокимнов // Прикладная информатика. – 2014. – № 1 (49). – С. 91-106. – ISSN 1993-8314.

96. Ксенофонтова, О.Д. Анализ влияния корпоративного управления на ставку дисконтирования при расчете стоимости бизнеса в рамках доходного подхода / О.Д. Ксенофонтова, И.В. Косорукова, М.А. Федотова // Финансы, денежное обращение и кредит. – 2024. – № 6 (273). – С. 45-55. – ISSN 2072-4098.

97. Тоноян, Р.Г. Определение IPO-дисконта при первичных публичных размещениях акций в России после 2022 г. / Р.Г. Тоноян // Финансовые рынки и банки. – 2025. – № 7. – С. 255-259. – ISSN 2658-3917.

98. Тоноян, Р.Г. Роль институциональных инвесторов в формировании стоимости компаний при публичном размещении акций на российском рынке капитала / Р.Г. Тоноян, М.А. Федотова // Экономическое развитие России. – 2025. – № 3. Том 32. – С. 204-209. – ISSN 2306-5001.

99. Тоноян, Р.Г. Рынок акционерного капитала в России: итоги 2022 года и дальнейшие перспективы развития / Р.Г. Тоноян // Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 2. – С. 1-20. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/74a/dnggsmk1s8vjgft90pjjchuda9xjrn3.pdf> (дата обращения: 14.08.2024).

100. Тоноян, Р.Г. Совершенствование прямого листинга как альтернативного финансового механизма привлечения акционерного капитала / Р.Г. Тоноян // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 5. – С. 324-328. – ISSN 2658-3917.

101. Тоноян, Р.Г. Ценообразование на российском рынке акционерного капитала: особенности «нового рынка» / Р.Г. Тоноян // Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 4. – С. 1-14. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/5f9/uko6p9gt1vcjd652lfkseeпах9ymhqif.pdf> (дата обращения: 14.08.2024).

102. Хлюпина, Н.А. Информационная значимость рекомендаций аналитиков на российском рынке акций / Н.А. Хлюпина, Н.И. Берзон // Финансы и кредит. – 2016. – № 11 (683). – С. 15-31. – ISSN 2071-4688.

103. Цехомский, Н.В. Определение премии за акционерный риск в инвестиционном анализе проекта / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров, Д.А. Кутюрин // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2023. – С. 39-49. – ISSN 2311-3464.

104. Baron, P. The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation of the Incentive Problem / P. Baron, B. Holmstrom // *Journal of Finance*, 1980. – Volume 34. – P. 1115-1138. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jstor.org/stable/2327089> (дата обращения: 14.08.2024).

105. Bazerman, M.H. SPACs: What You Need to Know / M.H. Bazerman, P. Patel // *Harvard Business Review*. – 2021. – № 4. – P. 102-111. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=60545> (дата обращения: 14.08.2024).

106. Beatty, R. Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings / R. Beatty, J. Ritter // *Journal of Financial Economics*. – 1986. – P. 213-232. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505863 (дата обращения: 14.08.2024).

107. Benveniste, L. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues / L. Benveniste, P. Spindt // *Journal of Financial Economics*. – 1989. – Volume 24. – P. 343-362. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505866 (дата обращения: 14.08.2024).

108. Chemmanur, J. The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings / J. Chemmanur, G. Hu., J. Huang // *Review of Financial Studies*. – 2010. – Volume 23. – P. 4496-4540. – ISSN 4496-4540. – Текст : электронный. – DOI 10.2307/40961321. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=959645 (дата обращения: 14.08.2024).

109. Cheung, A. Analysis of Features, Risks, and Implications for SPAC / A. Cheung // *Economic Review*, Bank of China, Hong Kong Financial Research Institute. – 2021. – March issue. – P. 1-6. – ISSN отсутствует. – Текст :

электронный. – DOI отсутствует. – URL: [https://www.bochk.com/dam/investment/bocecon/SY2021008\(en\).pdf](https://www.bochk.com/dam/investment/bocecon/SY2021008(en).pdf) (дата обращения: 14.08.2024).

110. Cohen, B. Evolving Perspectives on Direct Listings After Spotify and Slack / B. Cohen, G. Rodgers, J. Williams [et al.] // Harvard Law School Forum on Corporate Governance. – 2019. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/17/evolving-perspectives-on-direct-listings-after-spotify-and-slack/> (дата обращения: 14.08.2024).

111. Colaco, H.M.J. Retail Attention and IPO Valuation / H.M.J. Colaco, A. De Cesari, S.P. Hedge // Forthcoming in European Financial Management. – 2016. – 46 P. – ISSN 1354-7798. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/eufm.12113. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2804634 (дата обращения: 14.08.2024).

112. Cornelli, F. Bookbuilding and Strategic Allocation / F. Cornelli, D. Goldreich // The Journal of Finance. – 2001. – Volume LVI. – № 6. – P. 2337-2369. – ISSN 0265-8003. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/0022-1082.00407. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=157352 (дата обращения: 14.08.2024).

113. Crain, N. Uncertainty, prospectus content, and the pricing of initial public offerings / N. Crain, R. Parrino, R. Srinivasan // Journal of Empirical Finance. – 2021. – P. 160-182. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jempfin.2021.08.007. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3082429 (дата обращения: 14.08.2024).

114. Dicle, M.F. IPO Activity and Market Volatility / M.F. Dicle, J. Levendis // Journal of Entrepreneurship and Public Policy. – 2017. – P. 1-27. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1108/JEPP-D-17-00017 –

URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3042995 (дата обращения: 14.09.2024).

115. Didier, B.T. Capital Market Financing and Firm Growth / B.T. Didier, R.E. Levine, R.L. Montanes [et al.] // The World Bank Policy Research Working Paper, 2020. – № 9337. Volume 1. – 63 p. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jimonfin.2021.102459. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3666203 (дата обращения: 03.03.2024).

116. Eberhart, A. Comparable Firms and the Precision of Equity Valuations / A. Eberhart // Journal of Banking and Finance. – 2001. – P. 1367-1400. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/S0378-4266(01)00171-6. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426601001716> (дата обращения: 14.09.2024).

117. Field, L.C. Institutional versus Individual Investment in IPOs: The Importance of Firm Fundamentals / L.C. Field, M. Lowry // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2009. – № 44 (3). – P. 489-516. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.613563. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=613563 (дата обращения: 14.09.2024).

118. Gao, S. IPO pricing: Do institutional and retail investor sentiments differ? / S. Gao, Q. Meng, K.C. Chan // Economics Letters. – 2016. – Volume 148. – P. 115-117. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.econlet.2016.09.029. – URL: https://www.researchgate.net/publication/308924109_IPO_pricing_Do_institutional_and_retail_investor_sentiments_differ (дата обращения: 14.09.2024).

119. Grundfest, J. What Are Direct Listings, How Do They Work, and Why Do They Matter? / J. Grundfest, S. Ashe // Stanford Law School. – 2020. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://law.stanford.edu/2020/01/10/what-are-direct-listings-how-do-they-work-and-why-do-they-matter/> (дата обращения: 14.08.2024).

120. Hekmat, H. IPO valuation in an emerging market: a study in Iran / H. Hekmat, A. Rahmani, H. Yazdifar // *Int. J. Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. – 2023. – Volume 16. – P. 405-425. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1108/IMEFM-02-2022-0052. – URL: <https://ideas.repec.org/a/eme/imefmp/imefm-02-2022-0052.html> (дата обращения: 14.08.2024).

121. Horton, B.J. Spotify's Direct Listing: Is it a Recipe for Gatekeeper Failure? / B.J. Horton // *72 SMU L. Rev.* 177. – 2019. – P. 1-73. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://scholar.smu.edu/smulr/vol72/iss1/12/> (дата обращения: 14.08.2024).

122. How, J. The use of comparable firm approach in valuing Australian IPOs / J. How, J. Lam, J. Yeo // *International Review of Financial Analysis*. – 2007. – № 16. – P. 99-115. – ISSN 1057-5219. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.irfa.2006.09.003. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521906000743> (дата обращения: 14.08.2024).

123. Jenkinson, T. IPO Pricing and Allocation: a Survey of the Views of Institutional Investors / T. Jenkinson, H. Jones // *Review of Financial Studies*, 2009. – Volume 22. – Issue 4. – P. 1477-1504. – ISSN 0893-9454. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.891396. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891396 (дата обращения: 14.08.2024).

124. Kim, M. Valuing IPOs / M. Kim, J. Ritter // *Journal of Financial Economics*. – 1999. – № 3. Volume 53. – P. 409-437. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/S0304-405X(99)00027-6. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X99000276> (дата обращения: 14.08.2024).

125. Klausner, M. A Sober Look at SPACs / M. Klausner, M. Ohlrogge, E. Ruan // *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance*. – 2021. – № 746/2021. – P. 1-57. – ISSN отсутствует. – Текст :

электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/> (дата обращения: 14.08.2024).

126. Lee, L. NYSE's Proposed Relaxed Limits for Primary Direct Listings / L. Lee, P. Marcogliese, T. Zucker [et al.] // Harvard Law School Forum on Corporate Governance. – 2022. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/11/nyses-proposed-relaxed-pricing-limits-for-primary-direct-listings/> (дата обращения: 07.12.2024).

127. Lipke, Cody L. Direct Listing: How Spotify is Streaming on the NYSE and Why the SEC should Press Play / Cody L. Lipke // The Journal of Business, Entrepreneurship & Law – 2019. – № 149. – P. 151-180. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://digitalcommons.pepperdine.edu/jbel/vol12/iss1/6/> (дата обращения: 14.08.2024).

128. Loughran, T. Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs? / T. Loughran, J. Ritter // Review of Financial Studies, 2002. – Volume 15. – P. 413-444. – ISSN 1465-7368. – Текст : электронный. – DOI 10.1093/rfs/15.2.413. – URL: <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/15/2/413/1588150> (дата обращения: 07.12.2024).

129. Nickerson, Benjamin J. The Underlying Underwriter: an Analysis of the Spotify Direct Listing / Benjamin J. Nickerson // The University of Chicago Law Review. – 2019. – P. 985-1025. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://lawreview.uchicago.edu/print-archive/underlying-underwriter-analysis-spotify-direct-listing> (дата обращения: 14.08.2024).

130. Park, T.J. Informed trading before positive vs. negative earnings surprises / T.J. Park, Y. Lee, K.R. Song // Journal of Banking and Finance. – 2014. – Volume 49. – P. 229-241. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jbankfin.2014.09.016. – URL:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2022999 (дата обращения: 14.08.2024).

131. Passador, Maria Lucia. Finding an Alternative to IPOs: Direct Listing and SPACs / Maria Lucia Passador // Research Handbook on Global Capital Markets Law. – 2023. – P. 94-106. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: [file:///Users/RT/Downloads/ssrn-4025225%20\(1\).pdf](file:///Users/RT/Downloads/ssrn-4025225%20(1).pdf) (дата обращения: 14.08.2024).

132. Pitts, A.J. Direct Listings: Going Public Without an IPO / A.J. Pitts, D.S. Bennett, M.E. Mariani, M.R. Cook // Review of Securities & Commodities Regulation. – 2020. – Volume 53 – P. 139-150. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://conferences.law.stanford.edu/vcs2020/wp-content/uploads/sites/79/2020/09/Going-Public-Without-an-IPO.pdf> (дата обращения: 14.08.2024).

133. Ritter, J. Differences between European and American IPO Markets / J. Ritter // European Financial Management. – 2003. – № 4. Volume 9. – P. 421-434. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/1468-036X.00230. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-036X.00230> (дата обращения: 02.11.2024).

134. Ritter, Jay. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations / Jay Ritter, Ivo Welch // Yale ICF Working Paper. – 2002. – № 02-01. – 45 P. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.296393. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=296393 (дата обращения: 03.03.2024).

135. Rock, K. Why New Issuers are Underpriced / K. Rock // Journal of Financial Economics. – 1986. – Volume 15. – P. 187-212. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1506719 (дата обращения: 02.11.2024).

136. Roosenboom, P. Valuing and pricing IPOs / P. Roosenboom // *Journal of Banking & Finance*. – 2012. – № 36. – P. 1653 – 1664. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jbankfin.2012.01.009. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426612000246> (дата обращения: 02.11.2024).

137. Tinic, S. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock / S. Tinic // *Journal of Finance*. – 1992. – Volume 47. – P. 789-822. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1506370 (дата обращения: 26.12.2024).

138. Welch, I. Sequential Sales, Learning and Cascades / I. Welch // *Journal of Finance*. – 1992. – Volume 47. – P. 695-732. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.2307/2329120. – URL: <https://www.jstor.org/stable/2329120> (дата обращения: 26.12.2024).

Приложение А
(информационное)

**Отобранные критерии для подготовки матрицы сравнения инструментов
публичного привлечения акционерного капитала**

Таблица А.1 – Отобранные критерии для подготовки матрицы сравнения инструментов публичного привлечения акционерного капитала

Группа	Критерий	Описание и комментарии
1	2	3
Формирование акций в свободном обращении	Период создания free-float	Создание free-float во время сделки дает больше гибкости потенциальным эмитентам, в том числе с учетом текущей структуры инвесторов на рынке, в то время как создание free-float до или после сделки влияет на сроки и создает дополнительные риски реализации размещения
	Способ создания free-float	Создание free-float в рамках сделки упрощает использование инструмента для компаний, в том числе за счет контроля над составом инвесторов в условиях превалирования розничных инвесторов, в то время как создание free-float в рамках отдельных сделок / процессов существенно усложняет структуру реализации размещения акций
Технические аспекты	Возможность привлечения капитала компанией	Привлечение капитала непосредственно в компанию, а не продающими акционерами, является приоритетной целью для большинства российских компаний в условиях существующих ограничений в части финансирования
	Сроки реализации сделки	Более сжатые сроки реализации сделки позволяют сократить рыночные риски, имеющие повышенные значения в текущей действительности, а также снизить трудозатраты компаний на подготовку, в рамках которой менеджмент отвлекает ресурсы от операционных задач
	Наличие lock-up и стабилизации	Стабилизация и мораторий на продажу акций действующими акционерами – это ключевые защитные механизмы для миноритарных инвесторов, наличие которых делает инструмент привлечения акционерного капитала на публичном рынке более прозрачным, что важно в условиях роста доли розничных инвесторов в структуре спроса
	Требования к процессу Due Diligence	Высокие требования к проверке потенциальных эмитентов важны на современном рынке как с точки зрения активного участия розничных инвесторов, так и с точки зрения снижения среднего размера компаний
Структура реализации	Влияние рыночной конъюнктуры и волатильности на реализацию	Современный рынок характеризуется высокой степенью неопределенности, которая становится барьером для привлечения компаниями акционерного капитала Устойчивость инструментов публичного привлечения акционерного капитала к волатильности на рынке капитала делает их предпочтительными для использования на локальном рынке

Продолжение таблицы А.1

1	2	3
Структура реализации	Степень адаптации российского рынка к инструменту	Адаптация российских инвесторов, в том числе розничных, и компаний к инструменту имеет ключевое значение для его оперативного распространения и использования в текущих условиях рынка, при этом зависит от сложности структуры сделки и ее доступности всем типам инвесторов
	Сложность структуры реализации сделки	Сложность структуры инструмента, которая складывается из количества этапов реализации, инфраструктурных особенностей, документарной обвязки и прочих особенностей, делает его использование более трудозатратным и дорогостоящим для компаний, а также менее предпочтительна для инвесторов
	Наличие прецедентов реализации в России	Наличие прецедентов не только отражает наработанный и существующий опыт, но и знакомство с инструментом российских компаний и инвесторов, в том числе розничных, которые в настоящий момент составляют большинство на рынке капитала Отсутствие или небольшое число прецедентов означает необходимость ресурсов не только для адаптации инструмента к современному рынку, но и для проработки возможности его полноценного использования без наличия соответствующей экспертизы и инфраструктуры
	Возможность структурировать сделку в периметре России в настоящий момент	Локальный характер российского рынка в настоящее время приводит к необходимости полного структурирования сделки внутри Российской Федерации, без использования зарубежной инфраструктуры, рынков капитала и соответствующего законодательства
	Наличие регуляторных ограничений в России	Серьезные регуляторные барьеры по использованию инструмента могут требовать существенного времени и ресурсов для их преодоления, что снижает общую привлекательность инструмента привлечения акционерного капитала для компаний и организаторов публичных размещений акций
	Использование разных классов акций в сделке	Использование разных классов бумаг в рамках размещения усложняет структуру сделки и ее реализацию в рамках российского законодательства и с использованием локальной инфраструктуры в условиях текущей ограниченности доступа к иностранным биржевым площадкам
	Наличие дробных бумаг в структуре сделки	Дробные акции являются барьером для реализации сделки с точки зрения инфраструктуры локальных сторон, которые являются участниками размещения акций Необходимость в дробных бумагах при использовании инструмента потребует существенные ресурсы для решения текущих проблем в условиях изоляции от глобального рынка капитала
Взаимодействие с инвесторами	Взаимодействие с инвесторами и маркетинг сделки	Обширное продвижение сделки имеет значение в рамках текущего российского рынка, который характеризуется высокой концентрацией розничных инвесторов При этом постоянное взаимодействие с инвестиционными фондами крайне необходимо для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости

Продолжение таблицы А.1

1	2	3
Взаимодействие с инвесторами	Необходимость наличия отдельного мандата на инвестиции у институциональных инвесторов	Наличие определенной инвестиционной декларации и соответствующего мандата на инвестиции, либо отдельных специализированных фондов, для приобретения бумаг в рамках публичных размещений акций с определенной структурой существенно ограничивает привлекательность инструмента в текущем рынке, который состоит только из локальных инвесторов
	Контроль над реестром акционеров компании в результате сделки	Контроль над реестром акционеров позволяет компаниям формировать сбалансированный free-float, который будет оказывать влияние на динамику бумаг на вторичных торгах после сделки Ограниченное число долгосрочных инвесторов на локальном рынке в настоящее время делает вопрос возможности корректной аллокации таким инвесторам одним из наиболее приоритетных
Формирование стоимости компании	Алгоритм формирования стоимости	Для оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости важно полноценное участие инвесторов, в том числе институциональных, а также высокий уровень прозрачности на каждом этапе
	Взаимодействие с инвестиционными фондами, в том числе в части алгоритма формирования стоимости	Полноценное взаимодействие и получение предметной обратной связи от инвесторов имеет ключевое значение для алгоритма формирования стоимости в современных условиях российского рынка, которые позволяют проводить размещения акций без участия институциональных инвесторов с фокусом на физических лиц, которые обладают меньшей чувствительностью к оценке стоимости потенциальных эмитентов
Расходы компании на реализацию	Размытие доли действующих акционеров компании из-за особенностей структуры	Структура инструментов, которая включает в себя обязательное размытие действующих акционеров в рамках сделки, приводит к дополнительным косвенным расходам по реализации размещения для компаний, помимо стандартных расходов на банки и прочих консультантов Рост стоимости привлечения акционерного капитала имеет негативное влияние на востребованность инструмента в настоящий момент, когда расходы на сделки в относительном выражении существенно увеличились в условиях снижения их среднего размера
	Общие расходы на осуществление сделки	Уровень расходов на сделку определяет стоимость привлечения акционерного капитала для компаний Высокая стоимость привлечения капитала имеет негативное влияние на востребованность инструмента, когда расходы на сделки в относительном выражении существенно увеличились в условиях снижения их среднего размера

Источник: составлено автором.

Приложение Б
(информационное)

Матрица сравнения индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала на российском рынке в условиях трансформации экономики

Таблица Б.1 – Матрица сравнения индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала на российском рынке в условиях трансформации экономики

Группа	Критерий	IPO	DPO	SPAC / RT	SPIN-OFF
1	2	3	4	5	6
Формирование акций в свободном обращении	Период создания free-float	Непосредственно в результате проведения сделки (4)	Заранее, до проведения сделки, но есть возможность создать во время сделки (3)	Заранее, до проведения слияния, но может быть пересмотрен во время сделки (2)	Заранее, до проведения сделки (1)
	Способ создания free-float	В результате сбора книги заявок (4)	В результате «проведения Pre-IPO, дарения акций, обмена на другие бумаги, программы мотивации сотрудников или продажи акционерами» [54] (3)	В результате IPO компании-оболочки и дополнительной частной сделки PIPE, которая может проводиться при необходимости (2)	В результате IPO/DPO материнской компании и выделения эмитента, а также обмена на другие бумаги (1)
Технические аспекты	Возможность привлечения капитала компанией	Да, есть возможность реализовать дополнительную эмиссию акций (4)	Только при использовании структуры top-up, непосредственно в рамках сделки – нет прецедентов (2)	Да, есть возможность в ходе слияния организовать дополнительную эмиссию акций (3)	Только при использовании структуры top-up, непосредственно в рамках сделки – нет возможности (1)
	Сроки реализации сделки	5-8 мес., в зависимости от структуры сделки и готовности компании (2,5)	4-7 мес., в зависимости от структуры сделки и готовности компании (4)	3-4 мес. с момента IPO компании-оболочки, но весь процесс до 12 мес. при оперативном слиянии после IPO оболочки (1)	5-8 мес., в зависимости от структуры сделки (2,5)

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5	6
Технические аспекты	Наличие lock-up и стабилизации	Стандартная рыночная практика, которая встречается практически в каждой сделке как в России, так и в мире (4)	Частичный lock-up – подлежит обсуждению, при этом стабилизация отсутствует в силу структуры сделки (1,5)	Подлежат обсуждению, но, как правило, сделки имеют как lock-up, так и стабилизацию бумаг на рынке (3)	Подлежат обсуждению, но, как правило, сделки имеют lock-up в отношении крупнейших акционеров вне free-float (1,5)
	Требования к процессу Due Diligence	Высокие, обеспечены требованиями бирж и регулятора (3)	Высокие, обеспечены требованиями бирж и регулятора (3)	Умеренные за счет особенностей структуры сделки, в рамках которой листинг получает компания-оболочка (1)	Высокие, обеспечены требованиями бирж и регулятора (3)
Структура реализации	Влияние рыночной конъюнктуры волатильности на реализацию	Высокое (1)	Умеренное, но возможна более низкая оценка стоимости компании и существенный дисконт цены акций к рыночной стоимости (3,5)	Умеренное, но возможны существенные предъявления к выкупу и низкий интерес инвесторов в рамках сделки PIPE (2)	Умеренное, free-float заранее определен, но возможна более низкая оценка материнской компании и коэффициент обмена бумаг (3,5)
	Степень адаптации российского рынка к инструменту	Высокая, «понятная и привычная для участников рынка структура реализации сделок» [54] (4)	Умеренная, относительно понятная структура реализации сделок для участников рынка за счет схожести со сделками IPO и ориентации на все типы инвесторов (3)	Низкая, сложная структура реализации сделок, которая в основном доступна квалифицированным розничным инвесторам и фондам (1)	Невысокая, достаточно сложная структура реализации сделок за счет наличия аспекта с обменом бумаг и непрозрачным алгоритмом оценки стоимости компаний (2)
	Сложность структуры реализации сделки	Умеренная (3,5)	Умеренная (3,5)	Высокая (1,5)	Высокая (1,5)
	Наличие прецедентов реализации в России	Большое число (4)	Небольшое число (2,5)	Отсутствуют (1)	Небольшое число (2,5)

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5	6
Структура реализации	Возможность структурировать сделку в периметре России в настоящий момент	Наличие возможности реализации сделки целиком и полностью в России в настоящий момент (3,5)	Наличие возможности реализации сделки целиком и полностью в России в настоящий момент (3,5)	Отсутствие возможности в настоящий момент из-за регуляторных, правовых и инфраструктурных барьеров (1)	Наличие возможности с ограничениями, связанными с иностранными акционерами российских компаний (2)
	Наличие регуляторных ограничений в российской юрисдикции	Отсутствуют (3)	Отсутствуют (3)	Существует ряд регуляторных ограничений (1)	Отсутствует (3)
	Использование разных классов акций в сделке	Может обсуждаться, но редко, структура сделки не требует (3)	Может обсуждаться, но редко, структура сделки не требует (3)	Да, требует структура сделки (1)	Может обсуждаться, но редко, структура сделки не требует (3)
	Наличие дробных бумаг в структуре сделки	Отсутствуют (3)	Отсутствуют (3)	Дробные бумаги необходимы для реализации сделки (1)	Отсутствуют (3)
Взаимодействие с инвесторами	Взаимодействие с инвесторами и маркетинг сделки	Полноценное продвижение сделки, постоянный контакт и обратная связь от инвесторов до публичного объявления о размещении (4)	Подлежит обсуждению, продвижение сделки может иметь более маркетинговый характер, а контакт с инвесторами до размещения может быть ограничен (3)	Подлежит обсуждению, продвижение сделки на разных этапах может быть ограниченным, как и контакт с инвесторами, в том числе в рамках проведения слияния (1)	Подлежит обсуждению, продвижение сделки на разных этапах может быть ограниченным, как и контакт с инвесторами при определении оценки стоимости компании (2)
	Необходимость наличия у институциональных инвесторов отдельного мандата на инвестиции	Как правило нет, за редкими исключениями в части пенсионных и страховых средств под управлением (3)	Как правило нет, за редкими исключениями в части пенсионных и страховых средств под управлением (3)	Зачастую да, как минимум на этапе IPO компании-оболочки в рамках сделки (1)	Как правило нет, за редкими исключениями в части пенсионных и страховых средств под управлением (3)
	Контроль над реестром акционеров компании в результате сделки	Полный контроль над итоговым реестром акционеров перед началом торгов (4)	Отсутствие контроля над итоговым реестром акционеров, помимо созданного free-float (2,5)	Наличие контроля над реестром акционеров, но возможны предъявления акций к выкупу (2,5)	Понимание реестра акционеров, но отсутствие контроля над его составом (1)

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5	6
Формирование стоимости компании	Алгоритм формирования стоимости	С помощью формирования переговорных позиций между инвесторами и компанией / продающими акционерами, а также с помощью проведения сбора заявок в рамках диапазона оценки (4)	С помощью формирования переговорных позиций между инвесторами и компанией / продающими акционерами, а также с помощью заявок инвесторов перед началом проведения торгов (3)	Алгоритм формирования стоимости больше похож на процесс в рамках M&A сделки, где формируются позиции спонсоров SPAC-компании и потенциального эмитента / продающих акционеров (1,5)	Независимая оценка третьими лицами, формирование переговорных позиций между инвесторами и компанией, привязка к оценке материнской компании (1,5)
	Взаимодействие с инвестиционными фондами, в том числе в части алгоритма определения стоимости	Существенное и многоэтапное взаимодействие как до публичной стадии сделки, так после объявления о размещении (4)	Подлежит обсуждению в зависимости от структуры сделки, но, как правило, менее существенное взаимодействие по сравнению с IPO (3)	Ограниченное взаимодействие за счет структуры, которая на финальном этапе представляет собой слияние и переговоры спонсоров с акционерами (2)	Ограниченное взаимодействие, которое зависит от структуры сделки и в основном направлено на инвесторов в материнскую компанию (1)
Расходы компании на реализацию	Размытие доли действующих акционеров компании из-за особенностей структуры	Отсутствует (3)	Отсутствует (3)	Существует размытие действующих акционеров в пользу спонсоров сделки (1)	Отсутствует (3)
	Общие расходы на осуществление сделки	Высокие за счет необходимости привлечь спрос от инвесторов (2,5)	Наименьшие за счет отсутствия необходимости привлечь спроса банками (4)	Наибольшие за счет сложности структуры сделки, а также косвенных расходов на спонсоров (1)	Высокие за счет сложности структуры сделки (2,5)
	Итого:	71 балл	63 балла	32 балла	45 баллов

Источник: составлено автором.

Приложение В
(информационное)

Перечень IPO на российском рынке акционерного капитала в 2022-2024 гг. с параметрами по спросу и аллокации

Таблица В.1 – Перечень IPO на российском рынке акционерного капитала в 2022-2024 гг. с параметрами по спросу и аллокации

Дата сделки	Компания	Сектор	Тип сделки	Размер сделки, млрд руб.	Размер сделки, процентов от УК	Переподписка по размеру сделки (спрос)	Участие розничных инвесторов	Участие институц. инвесторов	Аллокация розничным инвесторам в процентах	Аллокация институц. Инвесторам в процентах
30.10.2024	Ламбумиз	Производство	IPO	0,8	10,0	1,0x	Ограниченное	Отсутствует	100	0
16.10.2024	Озон Фармацевтика	Фармацевтика	IPO	3,5	9,0	6,0x	Высокое	Высокое	53	47
01.10.2024	Arenadata	ТМТ	IPO	2,7	14,0	7,0x	Высокое	Высокое	32	68
30.07.2024	АПРИ	Недвижимость	IPO	0,9	9,0	1,0x	Ограниченное	Отсутствует	100	0
12.07.2024	Промомед	Фармацевтика	IPO	6,0	7,0	2,0x	Умеренное	Умеренное	17	83
05.07.2024	ВсеИнструменты.ру	Потребительский	IPO	11,5	11,5	2,5x	Умеренное	Высокое	17	83
04.06.2024	IVA Technologies	ТМТ	IPO	3,3	11,0	6,0x	Высокое	Высокое	37	63
30.05.2024	Элемент	ТМТ	IPO	15,0	14,3	1,0x	Умеренное	Высокое	50	50
26.04.2024	МТС Банк	Финансы	IPO	11,5	13,3	15,0x	Крайне высокое	Крайне высокое	41	59
12.04.2024	Займер	Финансы	IPO	3,5	15,0	4,0x	Высокое	Умеренное	54	46
29.03.2024	Европлан	Финансы	IPO	13,1	12,5	9,5x	Крайне высокое	Крайне высокое	44	56
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	Потребительский	IPO	1,2	13,1	2,5x	Умеренное	Отсутствует	100	0
13.02.2024	Diasoft	ТМТ	IPO	4,1	8,8	30,0x	Крайне высокое	Крайне высокое	50	50
07.02.2024	Делимобиль	ТМТ	IPO	4,2	10,0	4,0x	Умеренное	Высокое	50	50
28.12.2023	Мосгорломбард	Финансы	IPO	0,3	14,6	1,0x	Ограниченное	Отсутствует	100	0
15.12.2023	Совкомбанк	Финансы	IPO	11,5	5,0	10,0x	Крайне высокое	Крайне высокое	65	35
22.11.2023	Южуралзолото	Металлы и доб.	IPO	7,0	6,0	4,0x	Высокое	Высокое	50	50
21.11.2023	ЕвроТранс	Нефть и газ	IPO	13,5	33,8	1,0x	Умеренное	Отсутствует	100	0
02.11.2023	Henderson	Потребительский	IPO	3,8	13,9	4,0x	Высокое	Ограниченное	80	20
13.10.2023	Группа Астра	ТМТ	IPO	3,5	5,0	24,0x	Крайне высокое	Крайне высокое	50	50
14.12.2022	Whoosh	ТМТ	IPO	2,3	11,2	1,1x	Ограниченное	Ограниченное	50	50

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39].

Приложение Г
(информационное)

Система показателей, оказывающих влияние на алгоритм формирования стоимости компаний при публичном размещении акций

Таблица Г.1 – Система показателей, оказывающих влияние на алгоритм формирования компаний при публичном размещении акций

Показатель	Методика расчета и комментарии
1	2
Участие институциональных инвесторов в сделке	<p>Приобретение институциональными инвесторами любого типа или категории акций эмитента в рамках сделки с учетом предположения о том, что купившие акции в рамках IPO инвесторы предоставляли обратную связь компании до и после размещения ценных бумаг и принимали участие в алгоритме формирования его стоимости</p> <p>Источники: публичные источники, в том числе информация базы данных InvestFunds API о наличии акций эмитентов в составе фондов институциональных инвесторов с допущением о том, что держатели акций после IPO в основном приобретали их в рамках сделки</p>
Коэффициент переподписки	<p>D/S, где D – общий спрос на покупку акций в рамках IPO в книге заявок от всех типов инвесторов, а S – финальный размер сделки, количество акций, проданных инвесторам всех типов при их публичном размещении</p> <p>Источники: публичные раскрытия эмитентов акций и соответствующие сообщения в СМИ</p>
Коэффициент аллокации институциональным инвесторам	<p>SI/TS, где SI – количество акций, полученных институциональными инвесторами в рамках сделки, а TS – общее количество акций эмитента, проданных инвесторам всех типов в рамках сделки</p> <p>Источники: публичные раскрытия эмитентов акций и соответствующие сообщения в СМИ</p>
Количество институциональных инвесторов, принявших участие в сделке	<p>Число институциональных инвесторов всех типов и категорий, которое приобрело акции эмитента в рамках сделки, то есть приняло участие в IPO</p> <p>Расчитанное количество в анализе приводится по шкале от 0 до 10, где 0 – отсутствие участия институциональных инвесторов в сделке, а 10 – наибольшее число фондов, принявших участие в сделке</p> <p>Источники: публичные источники, в том числе информация базы данных InvestFunds API о наличии акций эмитентов в составе фондов институциональных инвесторов с допущением о том, что держатели акций после IPO в основном приобретали их в рамках сделки</p>

Продолжение таблицы Г.1

1	2
<p>Количество институциональных инвесторов первой и второй категорий (Tier I и Tier II), принявших участие в сделке</p>	<p>Число институциональных инвесторов всех типов, но первой и второй категорий (Tier I и Tier II) по авторской классификации, которое приобрело акции эмитента в рамках сделки, то есть приняло участие в IPO</p> <p>Рассчитанное количество в анализе приводится по шкале от 0 до 10, где 0 – отсутствие участия институциональных инвесторов в сделке, а 10 – наибольшее число фондов, принявших участие в сделке</p> <p>Источники: публичные источники, в том числе информация базы данных InvestFunds API о наличии акций эмитентов в составе фондов институциональных инвесторов с допущением о том, что держатели акций после IPO в основном приобретали их в рамках сделки</p>
<p>Количество институциональных инвесторов первой категории (Tier I), принявших участие в сделке</p>	<p>Число институциональных инвесторов всех типов, но первой категории (Tier I) по авторской классификации, которое приобрело акции эмитента в рамках сделки, то есть приняло участие в IPO</p> <p>Рассчитанное количество в анализе приводится по шкале от 0 до 10, где 0 – отсутствие участия институциональных инвесторов в сделке, а 10 – наибольшее число фондов, принявших участие в сделке</p> <p>Источники: публичные источники, в том числе информация базы данных InvestFunds API о наличии акций эмитентов в составе фондов институциональных инвесторов с допущением о том, что держатели акций после IPO в основном приобретали их в рамках сделки</p>
<p>Покрытие книги заявок институциональными инвесторами до сделки</p>	<p>Наличие сообщений до публичного начала сбора заявок о том, что эмитент уже получил индикации спроса от институциональных инвесторов в определенной доле от предполагаемого размера сделки</p> <p>Источники: публичные раскрытия эмитентов акций и соответствующие сообщения в СМИ</p>
<p>Размер сделки</p>	<p>Абсолютное значение размера IPO в денежном выражении с учетом стабилизационного пакета</p> <p>Источники: данные Московской биржи и публичные раскрытия соответствующих эмитентов акций</p>
<p>Размер эмитента</p>	<p>Абсолютное значение рыночной капитализации эмитента в денежном выражении на момент закрытия сделки, характеризующее его размер</p> <p>Источники: данные Московской биржи и публичные раскрытия соответствующих эмитентов акций</p>

Продолжение таблицы Г.1

1	2
IPO-дисконт (или премия) к рыночной стоимости акционерного капитала	$(DMC - EqV)/EqV$, где DMC – это инвестиционная стоимость акционерного капитала эмитента в рамках сделки, а EqV – это рыночная стоимость акционерного капитала эмитента, рассчитанная как среднее значение таких оценок независимыми аналитиками синдиката на IPO Источники: данные Московской биржи и аналитических отчетов брокеров по соответствующим сделкам
IPO-дисконт (или премия) с учетом мультипликаторов компаний-аналогов	$(MULTI - MULTCC)/MULTCC$, где $MULTI$ – значение соответствующего мультипликатора эмитента, отражающее его оценку стоимости по результатам IPO, а $MULTCC$ – значение соответствующего мультипликатора компании(-ий)-аналога(-ов) Источники: данные Московской биржи и аналитических отчетов брокеров по соответствующим сделкам
Коэффициент оценки на IPO по методу рынка капитала	$MULTI/MULTCC$, где $MULTI$ – значение соответствующего мультипликатора эмитента, отражающее его оценку стоимости по результатам IPO, а $MULTCC$ – значение соответствующего мультипликатора компании(-ий)-аналога(-ов) Источники: данные Московской биржи и аналитических отчетов брокеров по соответствующим сделкам

Источник: составлено автором.

Приложение Д
(информационное)

Анализируемая выборка российских IPO в 2022-2024 гг. с соответствующими показателями рыночной капитализации и рыночной стоимости акционерного капитала эмитентов

Таблица Д.1 – Анализируемая выборка российских IPO в 2022-2024 гг. с соответствующими показателями рыночной капитализации и рыночной стоимости акционерного капитала эмитентов

Дата сделки	Компания	Тикер	Размер сделки, млрд руб.	EqV, млрд руб.	DMC, млрд руб.	МС (1 день) в млрд руб., динамика в процентах		МС (2 дня) в млрд руб., динамика в процентах		МС (1 неделя) в млрд руб., динамика в процентах		МС (1 месяц) в млрд руб., динамика в процентах		МС (2 месяца) в млрд руб., динамика в процентах	
26.04.2024	МТС Банк	MBNK	11,5	103,2	86,6	90,9	5,0	90,2	4,2	88,5	2,3	86,7	0,2	75,8	-12,4
12.04.2024	Займер	ZAYM	3,5	38,7	23,5	23,5	0,0	23,4	-0,3	24,3	3,4	23,1	-1,6	18,0	-23,6
29.03.2024	Европлан	LEAS	13,1	142,5	105,0	114,0	8,6	117,1	11,6	121,4	15,6	126,0	20,0	117,2	11,6
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	KLVZ	1,2	11,6	8,8	7,5	-14,7	7,1	-19,1	7,8	-11,2	7,8	-11,4	7,5	-14,5
13.02.2024	Diasoft	DIAS	4,1	60,5	47,3	66,2	40,0	61,6	30,4	60,6	28,2	63,1	33,6	66,2	40,0
07.02.2024	Делимобиль	DELI	4,2	55,2	46,6	49,7	6,8	48,8	4,8	49,7	6,7	50,4	8,2	61,9	32,8
28.12.2023	Мосгорломбард	MGKL	0,3	5,0	3,2	3,0	-5,2	3,0	-5,4	3,1	-3,2	3,1	-1,4	3,1	-1,1
15.12.2023	Совкомбанк	SVCB	11,5	320,5	230,5	250,7	8,7	258,6	12,2	274,8	19,2	276,7	20,0	351,0	52,3
22.11.2023	Южуралзолото	UGLD	7,0	158,5	117,0	121,5	3,8	123,3	5,4	120,2	2,7	134,1	14,5	137,9	17,8
21.11.2023	ЕвроТранс	EUTR	13,5	48,7	39,8	35,5	-10,8	35,4	-11,0	39,0	-2,0	37,3	-6,4	54,1	36,0
02.11.2023	Henderson	HNFG	3,8	32,1	27,3	27,1	-0,7	27,1	-0,9	25,1	-8,2	19,9	-27,1	23,0	-15,7
13.10.2023	Группа Астра	ASTR	3,5	89,0	69,9	97,9	40,0	117,6	68,2	101,0	44,4	105,3	50,5	97,2	39,0
14.12.2022	Whoosh	WUSH	2,3	30,0	20,6	20,7	0,2	20,4	-1,2	17,9	-13,2	18,2	-11,7	19,0	-7,6

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение Е
(информационное)

Расчет коэффициентов раскрытия стоимости эмитентов в рамках анализируемых российских IPO в 2022-2024 гг. на установленных временных точках

Таблица Е.1 – Расчет коэффициентов раскрытия стоимости эмитентов в рамках анализируемых российских IPO в 2022-2024 гг. на установленных временных точках

Дата сделки	Компания	Тикер	Размер сделки, млрд руб.	Коэффициент раскрытия стоимости (IPO)	Коэффициент раскрытия стоимости (1 день), динамика в процентах		Коэффициент раскрытия стоимости (2 дня), динамика в процентах		Коэффициент раскрытия стоимости (1 неделя), динамика в процентах		Коэффициент раскрытия стоимости (1 месяц), динамика в процентах		Коэффициент раскрытия стоимости (2 месяца), динамика в процентах	
26.04.2024	МТС Банк	MBNK	11,5	0,84x	0,88x	5,0	0,87x	4,2	0,86x	2,3	0,84x	0,2	0,73x	-12,4
12.04.2024	Займер	ZAYM	3,5	0,61x	0,61x	0,0	0,61x	-0,3	0,63x	3,4	0,60x	-1,6	0,46x	-23,6
29.03.2024	Европлан	LEAS	13,1	0,74x	0,80x	8,6	0,82x	11,6	0,85x	15,6	0,88x	20,0	0,82x	11,6
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	KLVZ	1,2	0,75x	0,64x	-14,7	0,61x	-19,1	0,67x	-11,2	0,67x	-11,4	0,64x	-14,5
13.02.2024	Diasoft	DIAS	4,1	0,78x	1,09x	40,0	1,02x	30,4	1,00x	28,2	1,04x	33,6	1,09x	40,0
07.02.2024	Делимобиль	DELI	4,2	0,84x	0,90x	6,8	0,88x	4,8	0,90x	6,7	0,91x	8,2	1,12x	32,8
28.12.2023	Мосгорломбард	MGKL	0,3	0,63x	0,60x	-5,2	0,60x	-5,4	0,61x	-3,2	0,62x	-1,4	0,63x	-1,1
15.12.2023	Совкомбанк	SVCB	11,5	0,72x	0,78x	8,7	0,81x	12,2	0,86x	19,2	0,86x	20,0	1,10x	52,3
22.11.2023	Южуралзолото	UGLD	7,0	0,74x	0,77x	3,8	0,78x	5,4	0,76x	2,7	0,85x	14,5	0,87x	17,8
21.11.2023	ЕвроТранс	EUTR	13,5	0,82x	0,73x	-10,8	0,73x	-11,0	0,80x	-2,0	0,77x	-6,4	1,11x	36,0
02.11.2023	Henderson	HNFG	3,8	0,85x	0,84x	-0,7	0,84x	-0,9	0,78x	-8,2	0,62x	-27,1	0,72x	-15,7
13.10.2023	Группа Астра	ASTR	3,5	0,79x	1,10x	40,0	1,32x	68,2	1,13x	44,4	1,18x	50,5	1,09x	39,0
14.12.2022	Whoosh	WUSH	2,3	0,69x	0,69x	0,2	0,68x	-1,2	0,60x	-13,2	0,61x	-11,7	0,63x	-7,6

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение Ж

(информационное)

Расчет отобранных показателей российских IPO в 2022-2024 гг., отражающих участие локальных институциональных инвесторов в алгоритме формирования стоимости компаний на сделках (1/2)

Таблица Ж.1 – Расчет отобранных показателей российских IPO в 2022-2024 гг., отражающих участие локальных институциональных инвесторов в алгоритме формирования стоимости компаний на сделках (1/2)

Дата сделки	Компания	Тикер	Участие институц. инвесторов в сделке	Коэффициент переподски	Коэффициент аллокации институц. инвесторам, в процентах	Количество институц. инвесторов в сделке	Количество Tier I и Tier II институц. инвесторов в сделке	Количество Tier I институц. инвесторов в сделке
26.04.2024	МТС Банк	MBNK	Да	15,0х	59,0	9	8	8
12.04.2024	Займер	ZAYM	Да	4,0х	46,0	4	4	4
29.03.2024	Европлан	LEAS	Да	9,5х	56,0	10	10	9
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	KLVZ	Нет	2,5х	0,0	0	0	0
13.02.2024	Diasoft	DIAS	Да	30,0х	50,0	8	8	8
07.02.2024	Делимобиль	DELI	Да	4,0х	50,0	5	6	7
28.12.2023	Мосгорломбард	MGKL	Нет	1,0х	0,0	0	0	0
15.12.2023	Совкомбанк	SVCB	Да	10,0х	35,0	10	9	9
22.11.2023	Южуралзолото	UGLD	Да	4,0х	50,0	6	7	8
21.11.2023	ЕвроТранс	EUTR	Нет	1,0х	0,0	0	0	0
02.11.2023	Henderson	HNFG	Да	4,0х	20,0	3	4	0
13.10.2023	Группа Астра	ASTR	Да	24,0х	50,0	9	9	10
14.12.2022	Whoosh	WUSH	Да	1,1х	50,0	2	4	2

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение И

(информационное)

Расчет отобранных показателей российских IPO в 2022-2024 гг., отражающих участие локальных институциональных инвесторов в алгоритме формирования стоимости компаний на сделках (2/2)

Таблица И.1 – Расчет отобранных показателей российских IPO в 2022-2024 гг., отражающих участие локальных институциональных инвесторов в алгоритме формирования стоимости компаний на сделках (2/2)

Дата сделки	Компания	Тикер	Покрытие книги заявок институц. инвесторами до сделки	Размер сделки, млрд руб.	Размер компании (DMC), млрд руб.	IPO-дисконт (премия) к EqV, в процентах	Аналитическое покрытие (с учетом количества отчетов)	IPO-дисконт (премия) с учетом мультипликаторов компаний-аналогов, в процентах	Коэффициент оценки на IPO по методу рынка капитала
26.04.2024	МТС Банк	MBNK	Да	11,5	86,6	-16,1	Широкое	-2,2	1,0x
12.04.2024	Займер	ZAYM	Да	3,5	23,5	-39,3	Умеренное	-16,7	0,8x
29.03.2024	Европлан	LEAS	Да	13,1	105,0	-26,3	Широкое	-15,6	0,8x
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	KLVZ	Нет	1,2	8,8	-24,9	Ограниченное	88,3	1,9x
13.02.2024	Diasoft	DIAS	Да	4,1	47,3	-21,8	Широкое	-17,2	0,8x
07.02.2024	Делимобиль	DELI	Да	4,2	46,6	-15,6	Широкое	-19,7	0,8x
28.12.2023	Мосгорломбард	MGKL	Нет	0,3	3,2	-36,6	Ограниченное	84,9	1,8x
15.12.2023	Совкомбанк	SVCB	Да	11,5	230,5	-28,1	Широкое	-12,0	0,9x
22.11.2023	Южуралзолото	UGLD	Да	7,0	117,0	-26,2	Широкое	-17,2	0,8x
21.11.2023	ЕвроТранс	EUTR	Нет	13,5	39,8	-18,3	Ограниченное	52,4	1,5x
02.11.2023	Henderson	HNFG	Нет	3,8	27,3	-15,0	Умеренное	-7,0	0,9x
13.10.2023	Группа Астра	ASTR	Да	3,5	69,9	-21,4	Широкое	-4,6	1,0x
14.12.2022	Whoosh	WUSH	Нет	2,3	20,6	-31,3	Широкое	-43,3	0,6x

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение К
(информационное)

Расчет показателя IPO-дисконта (премии) с использованием метода рынка капитала в рамках отобранных первичных публичных размещений акций в России в 2022-2024 гг.

Таблица К.1 – Расчет показателя IPO-дисконта (премии) с использованием метода рынка капитала в рамках отобранных первичных публичных размещений акций в России в 2022-2024 гг.

Дата сделки	Компания	Тикер	Релевантный мультипликатор в рамках IPO	Компании-аналоги, которые выделялись инвесторами	Значение мультипликатора аналога(-ов)	Значение мультипликатора компании на IPO	IPO-дисконт (премия) с учетом мультипликаторов компаний-аналогов, в процентах
26.04.2024	МТС Банк	MBNK	P/B 2024П	Сбер	0,9х	0,9х	-2
12.04.2024	Займер	ZAYM	P/E 2024П	Сбер	4,2х	3,5х	-17
29.03.2024	Европлан	LEAS	P/E 2024П	Т-Банк	6,4х	5,4х	-16
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	KLVZ	EV/EBITDA 2024П	Novabev Group	5,5х	10,4х	88
13.02.2024	Diasoft	DIAS	EV/EBITDA 2024П	HeadHunter, Positive Technologies, Группа Астра	9,9х	8,2х	-17
07.02.2024	Делимобиль	DELI	EV/EBITDA 2024П	Яндекс	7,6х	6,1х	-20
28.12.2023	Мосгорломбард	MGKL	P/E 2024П	Сбер	4,2х	7,8х	85
15.12.2023	Совкомбанк	SVCB	P/B 2023П	Сбер	1,0х	0,9х	-12
22.11.2023	Южуралзолото	UGLD	EV/EBITDA 2023П	Полюс	5,8х	4,8х	-17
21.11.2023	ЕвроТранс	EUTR	EV/EBITDA 2023П	Нефть и газ РФ (медиана)	4,6х	7,0х	52
02.11.2023	Henderson	HNFG	EV/EBITDA 2023П	Fix Price	5,7х	5,3х	-7
13.10.2023	Группа Астра	ASTR	EV/EBITDA 2024П	Positive Technologies	8,7х	8,3х	-5
14.12.2022	Whoosh	WUSH	EV/EBITDA 2023П	Яндекс	9,7х	5,5х	-43

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение Л
(информационное)

Расчет показателей ликвидности и волатильности акций компаний в рамках отобранных первичных публичных размещений ценных бумаг в России в 2022-2024 гг.

Таблица Л.1 – Расчет показателей ликвидности и волатильности акций компаний в рамках отобранных первичных публичных размещений ценных бумаг в России в 2022-2024 гг.

Дата сделки	Компания	Тикер	Размер сделки, млрд руб.	Размер сделки, % от УК	Среднедневной объем торгов, 30 торговых дней после IPO, млн руб.	Среднедневной объем торгов, 60 торговых дней после IPO, млн руб.	Волатильность (годовых), 30 торговых дней после IPO, в процентах	Макс. рост котировки к моменту IPO (на май 2024 г.), в процентах	Макс. падение котировки к моменту IPO (на май 2024 г.), в процентах
26.04.2024	МТС Банк	MBNK	11,5	13,3	462,1	285,2	24,6	5,0	-4,0
12.04.2024	Займер	ZAYM	3,5	15,0	147,4	90,8	18,3	3,4	-19,1
29.03.2024	Европлан	LEAS	13,1	12,5	599,6	403,3	20,4	20,5	8,6
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	KLVZ	1,2	13,1	47,3	28,0	48,5	-9,0	-32,1
13.02.2024	Diasoft	DIAS	4,1	8,8	511,2	331,9	32,4	42,4	24,4
07.02.2024	Делимобиль	DELI	4,2	10,0	228,7	249,5	34,2	33,0	0,7
28.12.2023	Мосгорломбард	MGKL	0,3	14,6	93,1	59,5	32,1	25,6	-6,8
15.12.2023	Совкомбанк	SVCB	11,5	5,0	598,7	1 039,2	31,9	76,0	8,7
22.11.2023	Южуралзолото	UGLD	7,0	6,0	347,0	321,9	35,0	101,5	-4,8
21.11.2023	ЕвроТранс	EUTR	13,5	33,8	56,3	282,2	58,8	58,0	-29,6
02.11.2023	Henderson	HNFG	3,8	13,9	146,3	107,4	43,6	17,5	-27,1
13.10.2023	Группа Астра	ASTR	3,5	5,0	887,4	524,7	69,1	109,2	34,5
14.12.2022	Whoosh	WUSH	2,3	11,2	60,0	67,9	49,6	82,2	-16,2

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 63; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение М
(информационное)

Материалы по анонимному опросу 20 российских институциональных инвесторов по вопросам формирования стоимости компаний на IPO

Таблица М.1 – Материалы по анонимному опросу 20 российских институциональных инвесторов по вопросам формирования стоимости компаний на IPO

Поставленный вопрос	Раскрытие целесообразности и комментарии
1	2
Какой метод оценки стоимости бизнеса используется в качестве основного в рамках оценки потенциальных эмитентов при проведении IPO?	<p>Определение основного метода оценки стоимости акционерного капитала потенциальных эмитентов в рамках IPO институциональными инвесторами</p> <p>Установление базового метода оценки стоимости бизнеса, используемого институциональными инвесторами при установлении собственной позиции в рамках участия в алгоритме формирования стоимости компаний на IPO</p> <p>При этом возможно использование комбинации из нескольких методов оценки стоимости бизнеса при формировании собственной позиции</p>
Используется ли метод рынка капитала в рамках оценки стоимости потенциальных эмитентов на IPO?	<p>Установление доли инвесторов, которая использует метод рынка капитала в рамках анализа и формирования собственной позиции относительно оценки стоимости эмитентов</p> <p>Использование метода рынка капитала как в качестве основного, так и вспомогательного</p>
Используется ли метод дисконтированных денежных потоков в рамках оценки стоимости потенциальных эмитентов на IPO?	<p>Установление доли инвесторов, которая использует метод дисконтирования денежных потоков в рамках анализа и формирования собственной позиции относительно оценки стоимости потенциальных эмитентов</p> <p>Использование метода дисконтирования денежных потоков как основным, так и вспомогательным</p>
Используются ли результаты оценки стоимости бизнеса независимыми аналитиками синдиката при формировании собственной позиции?	<p>Установление доли инвесторов, которая использует результаты оценки стоимости акционерного капитала компаний на IPO, полученные независимыми аналитиками синдиката и представленные в отчетах по сделкам</p> <p>Использование результатов оценки стоимости как в качестве основополагающих для формирования собственной позиции и решения об инвестиции в рамках сделки, так и в качестве вспомогательных, в том числе для оценки потенциала роста акций и возможной доходности в дальнейшем</p>

Продолжение таблицы М.1

1	2
Используются ли в рамках метода рынка капитала иностранные компании-аналоги для оценки стоимости?	<p>Установление доли инвесторов, которая использует при оценке стоимости акционерного капитала компаний на IPO в рамках метода рынка капитала иностранных аналогов</p> <p>Проведение позиционирования компании по отношению к иностранным аналогам и применение их мультипликаторов с соответствующими дисконтами, в том числе за риск инвестирования в Россию, или отказ от иностранных аналогов и использование не прямых публичных отечественных сравнимых компаний</p>
Проводятся ли встречи с независимыми аналитиками банков-организаторов после публичного объявления о намерении провести IPO?	<p>Обучающие встречи с независимыми аналитиками банков-организаторов сделки на базе написанных аналитических отчетов по размещению акций, которые содержат в себе позицию аналитиков в отношении рыночной стоимости эмитента (PDIE)</p> <p>Проведение таких встреч способствует более глубокому анализу компаний со стороны институциональных инвесторов</p>
Предоставляется ли обратная связь эмитентам в отношении оценки стоимости и потенциального спроса по итогам встреч с аналитиками после публичного объявления о проведении сделки?	<p>По результатам встреч с независимыми аналитиками институциональные инвесторы предоставляют более предметную обратную связь в отношении интереса к сделке, рыночной стоимости эмитента, уровня дисконта и инвестиционной стоимости в рамках размещения акций, а также в части потенциального спроса по различным уровням оценки компаний на IPO</p>
Проводятся ли встречи с эмитентом или аналитиками банков-организаторов после объявления диапазона стоимости в рамках сделки?	<p>Встречи для уточнения определенных деталей и проведения дополнительного анализа компаний</p> <p>Проведение таких встреч способствует внесению корректировок в анализ и результаты оценки, в том числе после получения новой информации</p>
Предоставляется ли обратная связь эмитентам в отношении оценки стоимости и потенциального спроса по итогам встреч после объявления диапазона стоимости в рамках сделки?	<p>По результатам встреч институциональные инвесторы предоставляют окончательную обратную связь в отношении интереса к сделке опираясь на уровень инвестиционной стоимости эмитента в рамках ранее объявленного диапазона стоимости, при этом могут корректировать индикации, которые давали ранее</p>

Источник: составлено автором.

Приложение Н
(информационное)

Расчет показателей IPO-дисконта (премии) двумя подходами по отобранным сделкам в 2022-2024 гг. и по последним первичным публичным размещениям акций до 2022 г. в России

Таблица Н.1 – Расчет показателей IPO-дисконта (премии) двумя подходами по отобранным сделкам в 2022-2024 гг. и по последним первичным публичным размещениям акций до 2022 г. в России

Дата сделки	Компания (сделки после 2022 г.)	IPO-дисконт (премия) к рыночной оценке стоимости акционерного капитала (к EqV), в процентах	IPO-дисконт (премия) с учетом мультипликаторов компаний-аналогов, в процентах	Дата сделки	Компания (сделки до 2022 г.)	IPO-дисконт (премия) к рыночной оценке стоимости акционерного капитала (к EqV), в процентах
16.10.2024	Озон Фармацевтика	-62,0	-33,0	20.10.2021	Ренессанс Страхование	-18,1
01.10.2024	Arenadata	-50,0	-38,0	15.07.2021	EMC	-15,8
12.07.2024	Промомед	-46,0	76,4	28.04.2021	Segezha	-20,0
05.07.2024	ВсеИнструменты.ру	-44,0	-24,0	05.03.2021	Fix Price	-12,0
26.04.2024	МТС Банк	-16,1	-2,2	07.10.2020	Совкомфлот	-27,0
12.04.2024	Займер	-39,3	-16,7	03.11.2017	ЕТ+	-23,0
29.03.2024	Европлан	-26,3	-15,6	03.11.2017	Globaltruck	-28,0
21.02.2024	КЛВЗ Кристалл	-24,9	88,3	20.10.2017	Обувь России	-28,0
13.02.2024	Diasoft	-21,8	-17,2	30.06.2017	Полус	-27,0
07.02.2024	Делимобиль	-15,6	-19,7	10.02.2017	Детский мир	-26,1
28.12.2023	Мосгорломбард	-36,6	84,9	25.11.2016	Руснефть	-25,1
15.12.2023	Совкомбанк	-28,1	-12,0	28.02.2014	Лента	-25,9
22.11.2023	Южуралзолото	-26,2	-17,2	22.10.2013	TCS Group	-7,2
21.11.2023	ЕвроТранс	-18,3	52,4	02.05.2013	QIWI	-26,0
02.11.2023	Henderson	-15,0	-7,0	15.02.2013	Московская биржа	-19,0
13.10.2023	Группа Астра	-21,4	-4,6	28.11.2012	Мегафон	-26,0
14.12.2022	Whoosh	-31,3	-43,3	18.01.2012	Ruspetro	-17,0
<i>Среднее</i>		<i>-30,8</i>	<i>Не применимо</i>	<i>Среднее</i>		<i>-21,8</i>

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 39; 62; 63; 64; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение П
(информационное)

Расчет ширины установленных диапазонов стоимости российских компаний в рамках IPO в 2010-2024 гг.

Таблица П.1 – Расчет ширины установленных диапазонов стоимости российских компаний в рамках IPO в 2010-2024 гг.

Дата сделки	Компания	Верхняя граница установленного диапазона стоимости акции, руб.	Нижняя граница установленного диапазона стоимости акции, руб.	Ширина установленного диапазона стоимости акции, в процентах	Окончательная стоимость акции в рамках сделки, руб.	Стоимость акции в рамках сделки в отношении установленного диапазона
1	2	3	4	5	6	7
30.10.2024	Ламбумиз	460,0	425,0	7,9	425,0	Нижняя граница
17.10.2024	Озон Фармацевтика	35,0	30,0	15,4	35,0	Верхняя граница
01.10.2024	Arenadata	95,0	85,0	11,1	95,0	Верхняя граница
30.07.2024	АПРИ	9,7	8,8	9,7	9,7	Верхняя граница
12.07.2024	Промомед	400,0	375,0	6,5	400,0	Верхняя граница
05.07.2024	ВсеИнструменты.ру	210,0	200,0	4,9	200,0	Нижняя граница
04.06.2024	IVA Technologies	300,0	280,0	6,9	300,0	Верхняя граница
30.05.2024	Элемент	248,4	223,6	10,5	223,6	Нижняя граница
26.04.2024	МТС Банк	2 500,0	2 350,0	6,2	2 500,0	Верхняя граница
12.04.2024	Займер	270,0	235,0	13,9	235,0	Нижняя граница
29.03.2024	Европлан	875,0	835,0	4,7	875,0	Верхняя граница
22.02.2024	КЛВЗ Кристалл	9,5	8,0	17,1	9,5	Верхняя граница
13.02.2024	Diasoft	4 500,0	4 000,0	11,8	4 500,0	Верхняя граница
07.02.2024	Делимобиль	265,0	245,0	7,8	265,0	Верхняя граница
28.12.2023	Мосгорломбард	3,5	3,1	12,1	2,5	Ниже диапазона
15.12.2023	Совкомбанк	11,5	10,5	9,1	11,5	Верхняя граница
22.11.2023	Южуралзолото	0,60	0,55	8,7	0,55	Нижняя граница
21.11.2023	ЕвроТранс	250,0	250,0	0,0	250,0	Фиксированная стоимость

Продолжение таблицы П.1

1	2	3	4	5	6	7
02.11.2023	Henderson	675,0	600,0	11,8	675,0	Верхняя граница
13.10.2023	Группа Астра	333,0	300,0	10,4	333,0	Верхняя граница
26.04.2023	Genetico	17,9	17,9	0,0	17,9	Фиксированная стоимость
14.12.2022	Whoosh	225,0	185,0	19,5	185,0	Нижняя граница
18.11.2021	СПБ Биржа	834,9	762,3	9,1	834,9	Верхняя граница
04.11.2021	ЦИАН	1 143,8	965,1	16,9	1 143,8	Верхняя граница
27.10.2021	Softline	730,3	521,6	33,3	521,6	Нижняя граница
20.10.2021	Ренессанс Страхование	135,0	120,0	11,8	120,0	Нижняя граница
15.07.2021	ЕМС	1 037,7	926,6	11,3	926,6	Нижняя граница
28.04.2021	Сегежа	10,3	7,8	27,8	8,0	Внутри диапазона
05.03.2021	Fix Price	719,4	645,6	10,8	719,4	Верхняя граница
24.11.2020	Ozon	2 083,4	1 704,6	20,0	2 272,8	Выше диапазона
29.10.2020	Самолет	1 100,0	950,0	14,6	950,0	Нижняя граница
07.10.2020	Совкомфлот	117,0	105,0	10,8	105,0	Нижняя граница
08.05.2019	HeadHunter	880,4	717,4	20,4	880,4	Верхняя граница
03.11.2017	EN+	987,5	813,2	19,4	813,2	Нижняя граница
03.11.2017	GlobalTruck	145,0	132,0	9,4	132,0	Нижняя граница
20.10.2017	Обувь России	170,0	140,0	19,4	140,0	Нижняя граница
30.06.2017	Полюс	2 085,7	1 964,6	6,0	1 964,6	Нижняя граница
08.02.2017	Детский мир	105,0	85,0	21,1	85,0	Нижняя граница
25.11.2016	РуссНефть	600,0	540,0	10,5	550,0	Внутри диапазона
15.12.2015	НКХП	518,0	444,0	15,4	512,0	Внутри диапазона
10.12.2015	Европлан	570,0	525,0	8,2	570,0	Верхняя граница
30.06.2015	МКБ	3,6	3,6	0,0	3,6	Фиксированная стоимость
30.04.2015	ОВК	750,0	650,0	14,3	700,0	Внутри диапазона
28.02.2014	Лента	414,6	342,5	19,0	360,5	Внутри диапазона
28.10.2013	Алроса	35,3	33,3	6,0	35,3	Верхняя граница
22.10.2013	TCS Group	558,3	446,6	22,2	558,3	Верхняя граница
02.05.2013	QIWI	558,8	496,7	11,8	527,7	Внутри диапазона
15.02.2013	Московская биржа	63,0	55,0	13,6	55,0	Нижняя граница

Продолжение таблицы П.1

1	2	3	4	5	6	7
28.11.2012	Мегафон	773,5	618,8	22,2	618,8	Нижняя граница
11.10.2012	MD Medical Group	421,2	351,0	18,2	374,4	Внутри диапазона
18.01.2012	RusPetro	80,3	65,2	20,7	65,2	Нижняя граница
13.07.2011	ФосАгро	515,3	449,9	13,6	458,0	Внутри диапазона
24.06.2011	Global Ports	451,7	412,4	9,1	420,9	Внутри диапазона
23.05.2011	Яндекс	683,4	621,3	9,5	776,6	Выше диапазона
18.04.2011	Номос-Банк	548,3	474,2	14,5	518,6	Внутри диапазона
15.04.2011	Эталон	253,7	197,3	25,0	197,3	Нижняя граница
08.04.2011	Русагро	515,2	409,3	22,9	423,4	Внутри диапазона
08.02.2011	HMS Group	352,4	271,7	25,9	242,3	Ниже диапазона
10.12.2010	Мостотрест	193,6	193,6	0,0	193,6	Нижняя граница
18.11.2010	Фармсинтез	27,7	20,6	29,4	24,0	Внутри диапазона
09.11.2010	ТрансКонтейнер	304,9	243,3	22,5	246,4	Внутри диапазона
05.11.2010	Mail.ru Group	852,4	729,3	15,6	852,4	Верхняя граница
02.11.2010	О'кей	397,0	304,7	26,3	338,5	Внутри диапазона
13.10.2010	IRC	12,0	8,8	30,8	7,2	Ниже диапазона
30.04.2010	КТК	219,7	190,4	14,3	190,4	Нижняя граница
27.04.2010	Протек	130,9	90,2	36,8	101,8	Внутри диапазона
15.04.2010	Русское море	232,4	174,3	28,6	174,3	Нижняя граница
22.01.2010	Русал	48,3	35,1	31,5	41,7	Внутри диапазона

Источник: составлено автором по материалам [32; 37; 70] и по произведенным расчетам.

Приложение Р

(информационное)

Средний размер полученной розничными инвесторами аллокации на поданные заявки в рамках российских IPO

в 2022-2024 гг. (от соответствующего размера заявок)

Таблица Р.1 – Средний размер полученной розничными инвесторами аллокации на поданные заявки в рамках российских IPO в 2022-2024 гг. (от соответствующего размера заявок)

Дата сделки	Компания	Сектор	Тип сделки	Размер сделки, млрд руб.	Размер сделки, в процентах от УК	Средний размер аллокации розничным инвесторам от размера заявок на IPO, в процентах
16.10.2024	Озон Фармацевтика	Фармацевтика	IPO	3,5	9,0	11
01.10.2024	Arenadata	ТМТ	IPO	2,7	14,0	5
05.07.2024	ВсеИнструменты.ру	Потребительский	IPO	11,5	11,5	15
04.06.2024	IVA Technologies	ТМТ	IPO	3,3	11,0	7
30.05.2024	Элемент	ТМТ	IPO	15,0	14,3	95
26.04.2024	МТС Банк	Финансы	IPO	11,5	13,3	3
12.04.2024	Займер	Финансы	IPO	3,5	15,0	14
29.03.2024	Европлан	Финансы	IPO	13,1	12,5	5
13.02.2024	Diasoft	ТМТ	IPO	4,1	8,8	1
07.02.2024	Делимобиль	ТМТ	IPO	4,2	10,0	18
15.12.2023	Совкомбанк	Финансы	IPO	11,5	5,0	2
22.11.2023	Южуралзолото	Металлы и доб.	IPO	7,0	6,0	20
02.11.2023	Henderson	Потребительский	IPO	3,8	13,9	24
13.10.2023	Группа Астра	ТМТ	IPO	3,5	5,0	2
14.12.2022	Whoosh	ТМТ	IPO	2,3	11,2	95

Источник: составлено автором по материалам [32; 37].