

Стратегии инвестирования при первичном публичном размещении акций компаний

© 2012 Н.С. Айрапетов
Институт Европы Российской академии наук
E-mail: Nikitaserg@gmail.com

В статье рассматриваются стратегии инвестирования при выходе компании на IPO. Автор приводит три вида стратегии, отличающиеся ожиданиями инвестора по привлечению денежных средств, а также его взаимоотношениям с андеррайтером.

Ключевые слова: стратегия инвестирования, первичное публичное размещение, андеррайтер.

Опыт экономически развитых стран показывает, что даже высокий уровень развития банковского кредитования не полностью удовлетворяет спрос реального сектора экономики на денежные ресурсы. В России неудовлетворенный спрос на инвестиционный капитал значительно увеличился в последние годы в связи с банковским кризисом и замедлением темпов кредитования отечественными банками. В силу данных обстоятельств все более распространенным источником финансирования для российских компаний является такой инструмент привлечения внешнего финансирования, как первичное публичное размещение акций (Initial Public Offering - IPO) как на российских, так и на ведущих мировых биржах¹. При этом необходимо отметить, что данный способ привлечения финансирования используется как крупными, так и сравнительно небольшими компаниями, что наглядно показывает его широкую практическую значимость.

В любой экономической системе одну из наиболее важных ролей играет структура финансовых институтов, функциями которых, в частности, являются перераспределение финансовых ресурсов и стимулирование инвестиционных процессов в экономике. Данные институты, являясь финансовыми посредниками, инвестируют отдельные финансовые средства домашних хозяйств и организаций, имеющих инвестиционные возможности, в капитал других развивающихся организаций, стимулируя этим развитие экономики в целом.

При рассмотрении потенциальных инвесторов среди финансовых организаций в России необходимо выделить, прежде всего, следующие финансовые институты:

- коммерческие банки;
- страховые компании;
- паевые инвестиционные фонды, а также управляющие компании, которые осуществляют управление данными паевыми инвестиционными фондами;

- негосударственные пенсионные фонды.

Рассматривая инвестиционную активность финансовых институтов, необходимо особо подчеркнуть роль коммерческих банков.

Среди причин инвестирования банков в корпоративные ценные бумаги можно выделить следующие:

- установление контроля над конкретным перспективным предприятием;
- покупка акций для создания определенных плацдармов экспансии в те или иные отрасли;
- скупка акций предприятий в пользу крупных инвесторов (выгодой банка является комиссионный доход или курсовая разница при перепродаже пакета акций);
- владение акциями крупнейших промышленных компаний для создания соответствующего имиджа инвестора.

Вместе с тем пока не представляется возможным говорить о банках как о реальном стратегическом собственнике, ответственном за долгосрочное развитие предприятия, так как банки на текущем этапе развития российской экономики более сконцентрированы на получении прибыли в краткосрочной и среднесрочной перспективах. Данное обстоятельство, прежде всего, основывается на отсутствии у банков существенного объема долгосрочных финансовых ресурсов, которые могли бы быть направлены в качестве долгосрочных инвестиций в акции развивающейся организации.

Инвестиционная деятельность страховых компаний, связанная с размещением средств страховых резервов, регламентируется законом РФ "О страховании" и рядом других документов. К разрешенным направлениям инвестиций относятся: государственные ценные бумаги; ценные бумаги субъектов РФ и органов местного самоуправления; иные ценные бумаги; банковские вклады; права собственности на долю участия в уставном капитале; недвижимое имущество, в том числе квартиры; валютные ценности; денежная наличность.

Паевые инвестиционные фонды представляет собой объединенные средства, которые граждане и юридические лица передают в доверительное управление управляющей компании с целью получения прибыли.

Важно, что паевой фонд не является юридическим лицом. Образно говоря, это денежный мешок (специалисты называют его имущественным комплексом), о пополнении которого заботятся профессионалы из управляющей компании. В свою очередь, управляющая компания обязательно является юридическим лицом, с которого при необходимости можно спросить по всей строгости закона. То, что ПИФ создан не в форме юридического лица, стало для российского законодательства новшеством. Эта конструкция потребовалась для того, чтобы избежать двойного налогообложения, которое мешает развиваться, например, негосударственным пенсионным фондам (НПФ). В соответствии с законом "Об инвестиционных фондах" предусмотрено создание паевых инвестиционных фондов трех типов - закрытых, открытых и интервальных. Различия этих типов связаны со спецификой в структуре их активов и, соответственно, с содержанием обязательств управляющей компании (сроков) по выкупу инвестиционных паев у их владельцев.

Быстрыми темпами происходит в России развитие негосударственных пенсионных фондов. Их возникновению способствовал Указ Президента РФ № 1077 от 16 ноября 1992 г., который только обозначил легитимность существования таких инвестиционных институтов, как НПФ. В соответствии с Указом пенсионные фонды функционируют независимо от системы государственного обеспечения. Деятельность НПФ регламентируется законом "О негосударственных пенсионных фондах".

Учредителями НПФ в основном стали крупные промышленные или добывающие предприятия (Газпром, Новолипецкий металлургический комбинат, Лукойл, Микомс, Рослеспром, Росконверсия), коммерческие банки (Сбербанк, Инкомбанк, Токобанк), а также финансово-промышленные группы.

Рассмотрим более подробно стратегии инвестирования в первичное публичное размещение. Так, после первичного публичного размещения акций, как правило, наблюдается рост их курсовой стоимости, причем довольно значительный. Обычно наибольшие выгоды от этого роста извлекают андеррайтеры, однако сторонние инвесторы также имеют неплохую возможность поучаствовать в доходах от IPO. С этой целью мировая практика предлагает ряд

стратегий инвестирования в акции компаний, осуществляющих IPO².

Одним из оптимальных способов инвестирования в акции при первичном размещении является покупка акций у одного из банков-андеррайтеров, управляющих сделкой, по цене предложения, пока не начались торги по акциям. Цена вновь выпускаемых акций обычно определена в разумных пределах ведущим андеррайтером, который, как правило, рассчитывает на 15 %-ную прибавку к цене предложения, когда акции начнут торговаться на вторичном рынке.

Однако для среднего розничного инвестора покупка акций по цене предложения до начала торгов является трудной задачей, так как предварительная продажа акций, как правило, осуществляется по специальной подписке, в основном, среди крупных стратегических инвесторов. Правда, она немного упростилась теперь, когда банки предприняли некоторые усилия дотянуться до розничных инвесторов путем объединения и слияний между крупными банками, строящими отношения со стратегическими инвесторами и средними/небольшими банками, которые работают как со средними инвестирующими организациями, так и с индивидуальными инвесторами.

Для покупки акций первичного размещения по цене предложения необходимо иметь счет у банка-брокера, который имеет доступ к этой сделке; такие счета открываются в банках, являющихся частью консорциума, организующего продажу. Это, прежде всего, банки-брокеры, такие как Merrill Lynch, или Salomon Smith Barney, или брокеры с пониженной комиссией, подписавшие с крупным инвестиционным банком соглашение об альянсе с целью размещения акций среди инвесторов, такие как E-Trade, Schwab или Wit Capital.

Итак, к основным инвестиционным стратегиям относятся следующие:

1. Стратегия, при которой инвестор должен дать своему брокеру точную инструкцию, сколько денег он хотел бы вложить в акции при первичном размещении. Успех зависит от многих факторов: сколько акций предлагается в сделке, какая часть акций предназначена банку брокера (ведущий андеррайтер получит большую часть), насколько велик денежный счет инвестора, насколько активно он участвует в торгах, насколько близкие отношения существуют у него с брокером, насколько хорошо брокер знает бизнес, насколько он успешен и т.д.

При существовании электронных брокеров реализовать желание инвестировать деньги в акции первичного размещения будет, очевидно,

труднее. Интернет-брокеры, возможно, просто будут использовать статистические данные, такие как частота участия в торгах или сумма на счете, для принятия решений о том, между какими клиентами распределить акции, но, несмотря на это, инвестору необходимо сообщить брокеру о своих намерениях приобрести акции при IPO.

Если инвестор планирует вложить средства в IPO, но не имеет никаких отношений с управляющим банком, то возможным вариантом становится открытие счета с условием получения некоторого количества акций нового выпуска, хотя может быть, что эта тактика и не принесет большой удачи. Акции IPO обычно резервируются для вознаграждения самых крупных, наиболее активных и давних клиентов каждой компании.

Разумеется, даже те инвесторы, которым удастся получить IPO, не смогут продать эти акции сразу после начала торгов по ним; этот процесс, называемый “flipping” (сбросом акций), часто используется институциональными инвесторами для повышения прибыли³.

2. Стратегия, при которой инвестор выжидает снижения первоначального уровня цены. Аналитики придерживаются разных точек зрения по этому поводу, но большинство сходятся в одном: нужно быть терпеливыми.

Когда впервые начинаются торги по акциям, цена акций почти всегда поднимается до искусственно созданного высокого уровня. Во-первых, спрос инвесторов обычно бывает очень высоким из-за оживления, царящего вокруг IPO, и мощных усилий по продаже этих акций со стороны консорциума андеррайтеров. Кроме того, ведущему андеррайтеру по закону разрешено поддерживать цену акций компании, проводящей первичное размещение, либо путем покупки акций на открытом рынке, либо путем наложения суровых штрафных санкций на брокеров, возвращающих акции нового выпуска.

Хотя указанный первоначальный рост акций может продлиться несколько дней или даже дольше, он всегда прекращается, по крайней мере, временно. В течение трех или четырех месяцев цена акций (IPO) обычно снижается, тактика “выжидай и смотри” может оказаться действительно успешной.

3. Стратегия, при которой инвестор ожидает получения объективных сведений об итогах IPO. Преимущество такой стратегии состоит в том, что со временем появляется возможность ознакомиться с исследованиями независимых аналитиков. Дело в том, что исследования, которые первыми начинают рассматривать акции нового выпуска, как правило, осуществляются сотруд-

никами банков, непосредственно участвующих в размещении акций компании. И их отчеты в основном тенденциозны, “поверхностны”, почти всегда содержат рейтинг “покупать” или “активно покупать” и редко влияют на цену акций. Хотя и они предлагают некоторую пищу для размышлений, а также оценки доходов и прибыли, которые могут помочь инвестору принять решение при определении стоимости акций.

При покупке акций нового выпуска в первый день торгов важно оптимально использовать ограниченные приказы, которые позволяют устанавливать максимальную сумму, которую инвестор планирует потратить. Ограниченные приказы не всегда могут быть выполнены, но если использовать обычный рыночный приказ и преследовать цель неперменного инвестирования большого объема финансовых средств, можно оказаться обремененным акциями со “вздутой” ценой⁴.

4. Стратегия, представляющая инвестору возможность покупать акции по цене предложения. Как и все рынки, мир IPO развивается циклически. Когда наблюдается спад, сделки, которые могут быть заключены в случае удачи, обычно проходят по низким ценам, выгодным для покупателя. Именно тогда рациональный инвестор более всего стремится попасть на рынок.

5. Стратегия, предлагающая покупать акции “на силе андеррайтера”⁵. Данная стратегия может быть эффективна при работе с крупным и зарекомендовавшим себя андеррайтером, в частности с такими мировыми компаниями, как Goldman Sachs, Merrill Lynch. Этим компаниям удавалось при заключении сделок поднять цену акций больше чем на 40 % по сравнению с ценой предложения. Преимуществом данной стратегии является оптимизация, связанная с проведением собственных исследований и аналитических анализов, а также достаточно высокая эффективность инвестиций. Однако необходимо отметить, что указанная стратегия неразрывно связана с действиями андеррайтера и инвестор вынужден полностью полагаться на его действия. В частности, именно поэтому она, как правило, не используется при работе с мелкими андеррайтерами, которые не проводят собственных исследований и продают акции только индивидуальным инвесторам. В данном случае инвестор не может быть с высокой вероятностью уверен в профессионализме и эффективности действий андеррайтера и выбор изложенной выше стратегии инвестирования будет связан для него с существенными рисками.

6. Стратегия вложения денег через систему коллективных инвестиций. Если у инвестора нет

времени на то, чтобы самому выполнить соответствующее исследование с целью выбора акций, можно рассмотреть возможность вложения денег в фонд, ориентированный на рост и инвестирующий большие средства в акции новых выпусков.

Исходя из анализа стратегий поведения инвесторов при вложениях в IPO, мы можем выделить ряд критериев, которыми следует руководствоваться инвестору при оценке эффективности приобретения акций, предлагаемых к IPO. К ним относятся:

- возможность получения качественной аналитической информации о конъюнктуре рынка, о состоянии компании эмитента и рискованности вложений;
- уровень недооценки акций эмитента;
- репутация и финансовые возможности андеррайтеров;

- возможность выбора метода коллективного инвестирования;
- высокий профессионализм брокера в сочетании с невысокими тарифами.

Эффективное использование данных критериев позволяет в значительной степени улучшить финансовый результат инвестора при участии в первичном размещении акций.

¹ *Ищенко Е.Г.* Россия в мировом инвестиционном процессе. М., 2006. С. 312.

² IPO: Опыт ведущих мировых экспертов / под ред. Г.Н. Грегориу; пер. с англ. А.Г. Петкевич. Минск, 2008. С. 281.

³ *Лукашов А.В., Могин А.* IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. 2-е изд., испр. и доп. М., 2008. С. 150.

⁴ *Фоломьев А.Н., Ревазов В.Г.* Инновационное инвестирование. СПб., 2010. С. 94.

⁵ *Яковец Ю.В.* Инвестиционный бизнес. М., 2009. С. 78.

Поступила в редакцию 06.01.2012 г.