



Научный подход

ИРО российских компаний: прошлое и настоящее

Информационно-аналитический материал
Выпуск № 2

О чем этот выпуск

После 2022 года в России возникла новая волна сделок IPO — даже в сложных условиях фондовый рынок продолжает выполнять важную функцию привлечения капитала в экономику. Мы проанализировали последние тренды на рынке IPO и SPO в контексте общей истории российского рынка публичных размещений. Для этого мы использовали данные о 185 сделках IPO и 88 сделках SPO за период с 1996-го по июль 2024 года.



Ирина Кривошеева

генеральный директор УК «Альфа-Капитал»

Создание центра научной экспертизы в структуре «Альфа-Капитал» продолжает приносить результаты: новое исследование наглядно демонстрирует практическую ценность институционального инвестирования на многообещающем рынке публичных размещений акций. При этом самостоятельно частному инвестору зачастую сложно беспристрастно и в полной мере оценить перспективы и риски IPO-SPO: профессиональная экспертиза и фундаментальный научный анализ здесь особенно важны. Уверена, что выводы нашего исследования будут полезны всем, кто интересуется возможностями инвестиций в публичные размещения.



Александр Абрамов

заведующий лабораторией ИПЭИ РАНХиГС

Успех инвестиций в сделках IPO-SPO во многом зависит от правильного понимания мотивации эмитентов. Несмотря на большое разнообразие подходов и теорий в научной литературе, при публичных размещениях акций российских компаний мотивы собственников и инвесторов не всегда понятны из-за недостатка эмпирических исследований. Новый подход к анализу избыточной (сверх бенчмарка) доходности инвестирования в публично размещаемые акции на примере ПИФов и их инвесторов позволяет обосновать довольно смелое предположение о том, что в подобных инвестициях активно управляемые стратегии более информированных инвесторов имеют преимущества перед пассивными стратегиями на основе автоматического инвестирования в каждое новое размещение акций.

Содержание:

- **Российский рынок IPO**
- **Особенности новой волны размещений**
- **Новые IPO стали доходнее, но и рискованнее**
- **Портфельные инвестиции в IPO**
- **Выводы для инвестора**

Российский рынок IPO

Рынок публичных размещений носит циклический характер и зависит от настроений инвесторов на рынке. Это видно по коэффициенту детерминации между объемом сделок IPO и значением индекса РТС: за период с 1996 года по июль 2024-го он составляет 0,64, а вместе по сделкам IPO и SPO — 0,75, что говорит о сильной связи между показателями.

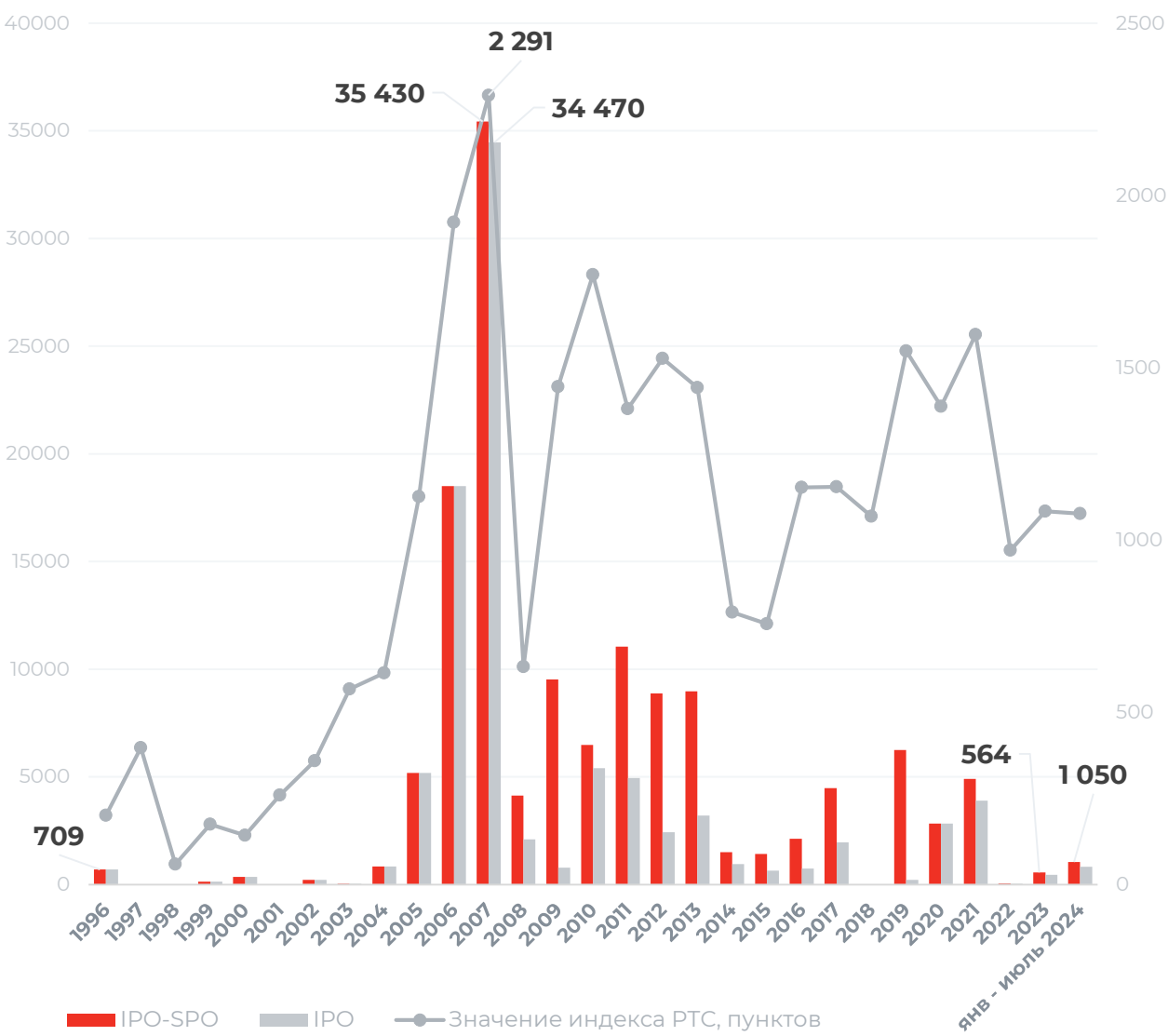


Рисунок 1. Сделки IPO и SPO российских компаний, млн долл., и динамика индекса РТС с 1996 г. по 31 июля 2024 г.

Долгое время российский рынок акций находился под влиянием иностранных портфельных инвесторов, что еще более усиливало его цикличность. В 2007 году за счет активного участия иностранных инвесторов объем размещений достиг максимума — суммарно \$35,4 млрд по сделкам IPO и SPO.

Особенности новой волны размещений

С 2022 года на российском рынке наблюдается новая волна IPO.

- **При почти полном отсутствии нерезидентов активными участниками IPO стали частные инвесторы.** Интерес россиян к фондовому рынку вырос благодаря росту доходов населения, развитию механизмов розничного финансирования и высоким дивидендным выплатам.
- **Компании вновь стали использовать сделки для привлечения капитала, а не только для роста благосостояния инсайдеров.** Длительное время на рынке IPO и SPO российских компаний наблюдалась тенденция к уменьшению доли сделок, совершаемых с привлечением капитала в компании (cash-in), тогда как доля сделок, предусматривающих перепродажу пакетов акций их прежними владельцами, росла. Если в 1996–2003 годах доля сделок cash-in составляла 69,8%, то в 2004–2013 и 2014–2023 годах — 56,5% и 39,6% соответственно. Но в 2023 году доля сделок IPO и SPO с привлечением капитала в компании выросла до 79%.
- В условиях санкций в 2023–2024 годах **все сделки IPO и SPO российских компаний совершались исключительно на российских биржах.** Рост роли внутренних бирж является позитивной тенденцией, укрепляющей глобальную конкурентоспособность и безопасность внутреннего финансового рынка. Однако это не значит, что надо отказываться от возможностей двойного листинга российских компаний на биржах, например, дружественных стран. Двойной листинг, как правило, способствует улучшению стандартов корпоративного управления.
- **Размеры новых сделок существенно уступают аналогичным сделкам прошлых лет.** Например, в январе – июле 2024 года средний размер IPO составил \$69,3 млн, что в семь раз меньше средней суммы сделок за всю историю рынка IPO в России.

Критерии классификации	1996– 2003 гг.	2004– 2013 гг.	2014– 2024 г.	за весь период	2023 г.	янв. – июл. 2024 г.
1. Объем сделок IPO-SPO, \$ млн	1 468	109 028	25 208	135 704	564	1 050
в т. ч. доля сделок в общем объеме, %	1,1	80,3	18,6	100,0	0,4	0,8
2. Средний объем сделки, \$ млн						
IPO	163,1	628,1	242,2	497,0	56,4	69,3
SPO	-	662,5	307,7	497,2	28,1	72,9
3. Тип сделок, доля %						
IPO	100,0	71,4	50,0	67,8	80,0	79,2
SPO	0,0	28,6	50,0	32,2	20,0	20,8
4. Сделки по критерию привлечения капитала в компанию, доля в %						
IPO-SPO с привлечением капитала (cash-in)	69,8	56,5	39,6	53,5	79,0	53,0
IPO-SPO без привлечения капитала	30,2	43,5	60,4	46,5	21,0	47,0
5. Сделки по месту совершения, доля, %						
Российские биржи	1,9	40,5	61,4	43,9	100,0	100,0
Иностранные биржи	98,1	59,5	38,6	56,1	0,0	0,0

Таблица 1. Параметры сделок IPO-SPO российских компаний за период с 1996-го по июль 2024 года.

Новые IPO стали доходнее, но и рискованнее

Индикаторы успешности IPO

Многие авторы академических работ советуют внимательно следить за недооценкой первого торгового дня и кумулятивной избыточной доходностью акций как важнейшими индикаторами результативности IPO.

Недооценка первого торгового дня (или просто недооценка) представляет собой выраженную в процентах разницу между ценой закрытия акций первого торгового дня на бирже и ценой их размещения, деленную на цену размещения. Она отражает краткосрочную эффективность сделок IPO, то есть то, насколько с точки зрения участников рынка были переоценены или недооценены акции на момент их размещения. Например, недооценка в размере +6% говорит о том, что топ-менеджеры эмитента оставили для инвесторов дополнительную премию доходности в качестве компенсации за их риски. И наоборот, недооценка в размере -6% указывает на то, что при прочих равных условиях участники посчитали цену размещения акций на IPO завышенной, поэтому их стоимость снизилась в течение первого торгового дня на бирже.

Кумулятивная избыточная доходность (CAR) оценивает средне- и долгосрочную доходность сделок IPO. В исследовании мы рассчитывали ее как относительный прирост доходности акций за некоторый промежуток времени (100, 150 и 250 рабочих дней и т. п.) по сравнению с их ценой размещения, скорректированный на доходность базового фондового индекса (индекс Московской Биржи).

Инвестиционная привлекательность нынешнего рынка публичных размещений выше, чем основной массы сделок в прошлом. Как показывают данные международных исследований¹, исторически недооценка на российском рынке IPO была одной из самых низких в мире — в среднем 3,3% в 1999–2013 годах. Можно предположить, что российские IPO отличались завышенной стоимостью акций при размещении, что отрицательно сказывалось на их долгосрочной доходности. Сейчас российский рынок постепенно избавляется от этого статуса.

Средний размер недооценки первого торгового дня в 2023 году составил 10,1%. Это вдвое выше среднего уровня за период с 1996-го по июль 2024 года. При этом по российским компаниям более высокий размер недооценки, как правило, положительно влияет на средний уровень кумулятивной избыточной доходности акций в течение первых 100 дней после проведения IPO. Иными словами, более **высокий размер недооценки во многих случаях предсказывает более высокую среднесрочную доходность** акций по сравнению с базовым фондовым индексом.

	1996– 2003 гг.	2004– 2013 гг.	2014– 2024 г.	за весь период	2023 г.	янв. – июл. 2024 г.
По всем сделкам в том числе:	12,5	6,7	4,2	5,9	4,2	4,1
IPO	12,5	4,7	4,6	5,0	10,1	3,6
SPO	-	13,2	3,5	8,0	0,3	6,1
IPO с привлечением капитала на российских биржах	18,0	6,2	3,9	5,3	5,9	4,6
IPO с перепродажей пакетов акций на российских биржах	7,1	3,3	3,4	3,5	40,0	1,8
Приватизационные IPO- SPO	-	2,9	4,3	3,5	-	-
Неприватизационные IPO-SPO	12,5	6,7	4,1	5,9	7,5	4,1

Таблица 2. Недооценка по сделкам IPO-SPO российских компаний с 1996-го по июль 2024 года, в % к цене размещения акций

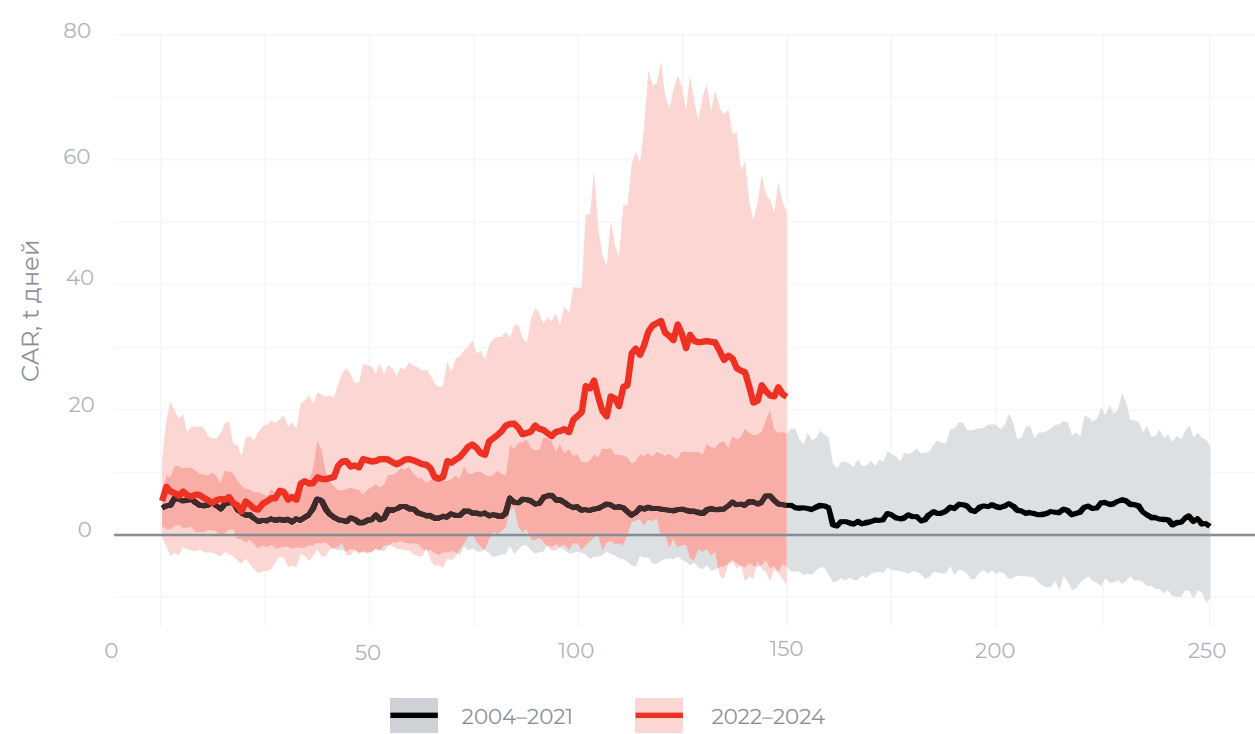


Рисунок 2. CAR первых 250 торговых дней, среднее, %, 2004-го – июль 2024 г.

И действительно, средняя избыточная доходность после размещения стала выше. По сделкам, совершенным в 2004–2021 годах, средняя CAR за первые 100 торговых дней составляла 5,4%, за 150 дней — 5,6%. Для компаний, разместившихся в последние два года, этот **показатель составил 19,7% за 100 торговых дней и 22,8% за 150 дней.**

Однако и величина дисперсии (разброса) CAR между компаниями новой волны существенно выше, чем ранее, то есть повышенная избыточная доходность для инвесторов сопровождается повышенными рисками.

	Первый день	100-й день	250-й день
2002–2003	33,91 (49,65) [2]	4,58 (41,4) [2]	-8,87 (52,24) [2]
2004–2013	5,67 (12,18) [52]	8,5 (34) [52]	4,18 (49,95) [52]
2014–2021	3,52 (12,88) [17]	-4,29 (25,68) [17]	-2,02 (66) [17]
2022–2024	6,26 (14,98) [20]	19,74 (38,35) [12]	14,99 (77,65) [3]
Весь период	6,02 (14,38) [91]	7,41 (33,42) [83]	2,84 (54,01) [74]

Таблица 3. CAR за 1, 100 и 250 торговых дней после IPO, %, 2002 г. – июль 2024 г.
Примечание: указано среднее, в круглых скобках – стандартное отклонение, в квадратных скобках – количество размещений.

Кроме того, в первой половине 2024 года обозначились риски ухудшения сводных индикаторов рынка IPO-SPO. Средняя недооценка сократилась с 10,1% в 2023 году до 3,6% в январе – июле 2024 года. Доля сделок IPO и SPO с привлечением капитала в компании снизилась с 79% в 2023 году до 53%. Все это говорит о том, что инвесторам необходимо более строго подходить к выбору бумаг в ходе IPO и SPO.

Отбирать наиболее качественные компании в большей мере умеют институциональные инвесторы (ПИФы и НПФы). Косвенно об этом говорит тот факт, что в сделках новой волны IPO доходность положительно коррелирует со средней стоимостью сделок. В свою очередь более крупные сделки, как правило, свидетельствуют об участии институциональных инвесторов. Так что связь между доходностью и размером сделки может подтверждать, что в силу информационных преимуществ крупные инвесторы, в отличие от мелких розничных покупателей, в процессе IPO приобретают акции с более высокой будущей доходностью.

Портфельные инвестиции в IPO

Ограничение показателя CAR состоит в том, что он не позволяет оценивать доходность и риски портфелей при регулярном участии в IPO. Поэтому, чтобы более точно оценить стратегии инвестирования в акции IPO-компаний, мы смоделировали несколько открытых ПИФов, инвестирующих в максимально полный круг акций новых эмитентов по заранее определенному алгоритму.

Алгоритм формирования и работы модельного ПИФа в 2002–2024 годах.

Модельный фонд в обязательном порядке участвует в каждом IPO на бирже (всего 91 IPO с 2002-го по июль 2024 года), вкладывая в бумаги каждого эмитента фиксированную сумму в реальном денежном выражении (изначальная сумма составляет 100 000 рублей, которые впоследствии индексируются на величину инфляции). Денежные средства на приобретение нового пакета акций направляются за счет привлечения новых средств от пайщиков, а не путем перераспределения активов в портфеле. Единственной возможностью для продажи акций эмитента из портфеля является его делистинг с Московской Биржи. В этом случае фонд будет выплачивать вырученные средства инвесторам пропорционально их долям в фонде. Предполагается также, что фонд получает дивиденды, если таковые выплачивают эмитенты, и инвестирует их под фиксированную безрисковую ставку в 5%. Издержки по управлению данным ПИФом принимаются за 0.

На временном горизонте с 2002-го по июль 2024 года модельный ПИФ значительно проиграл индексу Московской Биржи как по общей (с учетом дивидендов), так и по курсовой доходности. К такой ситуации привел низкий инвестиционный доход с 2009-го по 2020 год, а также умеренный рост в посткризисные периоды из-за узкого круга эмитентов, появившихся в портфеле.

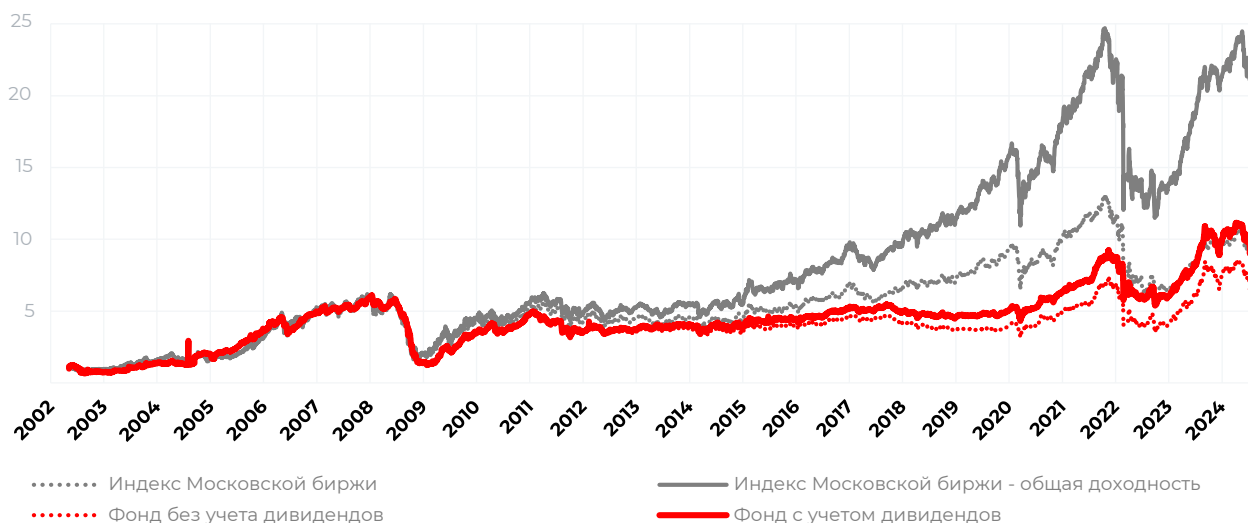


Рисунок 3. Стоимость пая модельного ПИФа и индекс МосБиржи (апрель 2002 года = 1), 2002 г. – июль 2024 г.

Необходимо различать доходности портфеля пайщика и доходность портфеля самого ПИФа. Во-первых, портфель пайщика со стратегией «купил и держи» совпадает с доходностью портфеля самого ПИФа, однако оба показателя проиграли доходности индекса МосБиржи. Во-вторых, доходность указанного пайщика с пассивной стратегией оказалась существенно выше, чем доходность пайщика с изменяющимся денежным потоком, который инвестировал в ПИФ при каждом новом IPO и получал обратно средства при делистинге акций из портфеля фонда.

	Доходности инвестора с изменяющимся денежным потоком в ПИФ в сравнении с индексом		Средние геометрические доходности портфеля ПИФа и пайщика со стратегией «купил и держи» в сравнении с индексом	
	Фонд	Индекс МБ	Фонд	Индекс МБ
Без учета дивидендов	3,24	4,74	8,92	10,35
С учетом дивидендов	5,49	10,53	10,55	14,77

Таблица 4. Доходности модельного ПИФа, его пайщиков и бенчмарка, % годовых, 2002 г. – июль 2024 г.

Вероятно, в данном случае **более жизнеспособными являются активные инвестиционные стратегии ПИФов**, предполагающие, что за счет лучшей информированности портфельные управляющие будут приобретать в портфель фонда преимущественно такие акции, которые позволяют как минимум не проигрывать базисным фондовым индексам и не снижают стимулы для тех инвесторов, которые приносят новые денежные средства для расширения сферы деятельности фонда.

Анализ доходности вложений в ходе новой волны IPO заслуживает отдельного рассмотрения. Для этого мы смоделировали три ПИФа с разными стратегиями.

Алгоритм формирования и работы трех модельных ПИФов в 2022–2024 годах.

Три открытых ПИФа сформированы по модели, аналогичной модельному фонду выше. Согласно модели, они начали свою работу с первичного размещения акций Whoosh в декабре 2022 года. В таком случае к концу июля 2024 года в портфель таких ПИФов входило бы 20 эмитентов (без учета ПАО «АПРИ», закончившего размещение 30 июля). Разница между тремя фондами в следующем:

- ПИФ-1 индексирует инвестиции в каждое новое размещение таким образом, что вложения в первое IPO составили 100 000 руб. в декабре 2022 года (Whoosh), а в последнее — уже 112 444 руб. («Промомед»).
- В ПИФ-2 применяется стратегия с постоянным номинальным объемом инвестиций (по 100 000 руб. в каждое IPO).
- ПИФ-3 моделируется как институциональный инвестор, который выкупает 5% размещаемого объема акций, что позволяет отразить эффект масштаба эмитента на доходность.

В новой волне ситуация изменилась — **фонды со стратегиями инвестирования в IPO, состоявшиеся с 2022 года, существенно переигрывают фондовые индексы.** Среднесрочная полная доходность портфелей всех трех ПИФов опередила как индекс Московской Биржи полной доходности, так и индекс IPO полной доходности, который рассчитывает биржа. Так, с декабря 2022-го по июль 2024 года среднегеометрическая доходность портфелей ПИФ-1, ПИФ-2 и ПИФ-3 составила 63,27%, 62,37% и 37,98% годовых соответственно против 32,61% у индекса МосБиржи. При этом доходность ПИФ-3, инвестирующего в крупные пакеты акций на IPO, оказалась самой низкой и почти совпала с полной доходностью индекса IPO Московской Биржи, хотя состав и структура их портфелей не совпадает. Это может быть связано с тем, что оба портфеля ориентируются на акции более крупных компаний, для которых характерна более низкая среднесрочная доходность.

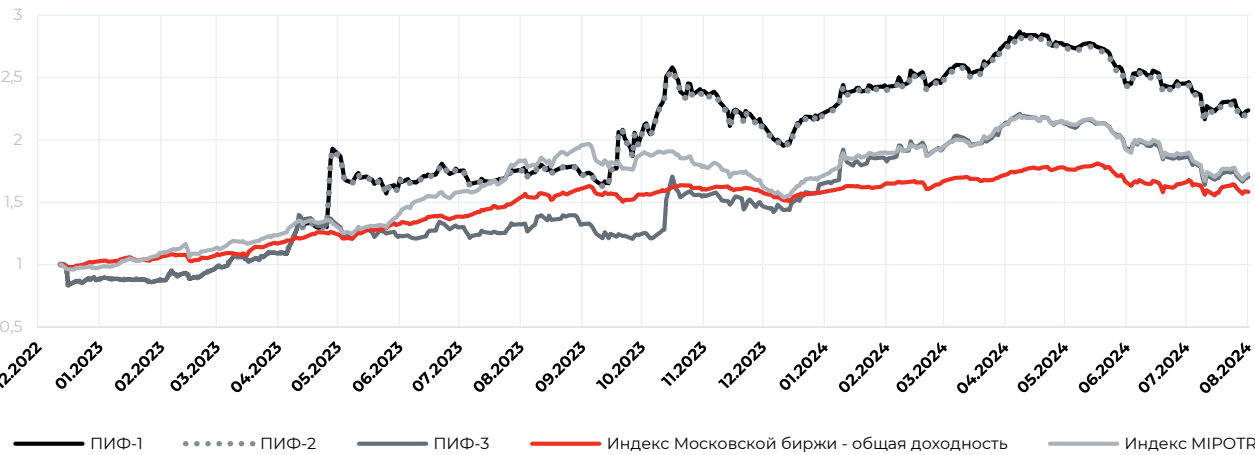


Рисунок 4. Стоимость пая фонда модельных ПИФов и основные бенчмарки (12 декабря 2022 г. = 1), декабрь 2022-го – июль 2024 г.

В новой волне IPO доходности портфелей пайщиков с изменяющимся денежным потоком всех трех ПИФов заметно выше, чем у бенчмарков, тем не менее они по-прежнему заметно уступают доходности портфелей самих ПИФов и их пайщиков со стратегией «купи и держи».

Смоделированные ПИФы	Доходности инвестора с изменяющимся денежным потоком в ПИФ в сравнении с индексом		Средние геометрические доходности портфеля ПИФа и пайщика со стратегией «купил и держи» в сравнении с индексом	
	Фонд	Индекс МБ	Фонд	Индекс МБ
ПИФ-1 без дивидендов	2,88	-8,60	60,00	20,36
ПИФ-1 с дивидендами	7,79	3,35	63,27	32,61
ПИФ-2 с дивидендами	8,63	4,00	62,37	32,61
ПИФ-3 с дивидендами	-4,27	-5,44	37,98	32,61

Таблица 5. Доходности ПИФов и их инвесторов по сравнению с индексом Московской Биржи, % годовых, декабрь 2022-го – июль 2024 года.

Выводы для инвестора

- Рынок публичных размещений во многом зависит от оптимизма инвесторов.
- Новая волна сделок IPO, возникшая в России после 2022 года, сильно отличается от прежнего рынка публичных размещений: размеры сделок стали меньше, но компании вновь стали использовать IPO для привлечения капитала и развития бизнеса.
- Инвестиционная привлекательность нынешнего рынка IPO выше, чем основной массы сделок в прошлом. Но повышенная избыточная доходность для инвесторов сопровождается повышенными рисками — об этом говорит увеличившийся разброс доходности. В такой ситуации растет ценность навыков отбора наиболее качественных компаний, которым в большей мере обладают институциональные инвесторы.
- Решением проблемы может стать диверсификация портфелей частных инвесторов и их участие в IPO через активно управляемые портфели ПИФов с прозрачной стратегией, умеренными издержками и навыками портфельных управляющих отбирать акции с более высоким потенциалом долгосрочного роста.

Обязательная информация

¹Loughran T., Ritter J.R., Rydqvist K. Initial Public Offerings: International Insights // Pacific-Basin Finance Journal. 1994 (updated 2021). Vol. 2 (2–3) P. 165–199. [https://doi.org/10.1016/0927-538X\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0927-538X(94)90016-7).

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 г. выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 г., без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее — Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны, или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций, и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций, и учреждений, и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций, и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: +7 495 783-4-783, 8 800 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Internet по адресу: www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.