

ОПЫТ И УРОКИ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ АКЦИЙ НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ США, КИТАЯ И РОССИИ

А. Е. АБРАМОВ
А. Г. КОСЫРЕВ
А. Д. РАДЫГИН
М. И. ЧЕРНОВА

Публичные размещения акций играют все более важную роль в финансировании ускоренного развития компаний, представляющих новую экономику. Рынок IPO стал предметом серьезной конкуренции между США и Китаем. Российский рынок акций остается в стороне от этих процессов. Опыт США и Китая показывает, что для развития биржевого рынка IPO недостаточно формальных изменений процедур осуществления соответствующих сделок или введения каких-либо новых налоговых льгот. Нужны более серьезные институциональные преобразования, затрагивающие мотивы поведения эмитентов, инвесторов и государственных ведомств.

Ключевые слова: финансовые рынки, фондовые рынки США, Китая и России, первичные размещения акций, IPO, бланковые компании, SPAC.

JEL: E44, G15, G18, G23, G34.

В первом квартале 2021 г. в мире наблюдалась тенденция роста рынка публичных размещений акций новых компаний на биржах (IPO) как в секторе «классических» IPO, так и с участием бланковых компаний (*special-purpose acquisition companies*), или SPAC¹. В этот период с помощью «классических» IPO (без учета SPAC) компании привлекли 119,3 млрд долл. по сравнению с 32,9 млрд долл. годом ранее. (См. рис. 1.) Из суммарного объема IPO 73,2 млрд долл., или 61,4%, приходилось на биржи США, 32,9 млрд долл., или 27,6%, — на биржи Китая и лишь 13,2 млрд долл., или 11,0%, — на биржи других стран и регионов.

Основная конкуренция на рынке IPO разворачивается в сфере финансирования высокотехнологичных компаний и других новых

отраслей экономики (финтех, фармацевтики, сферы устойчивого развития). В США развивается модель публичных размещений акций SPAC, позволяющая упростить доступ к средствам институциональных и частных инвесторов эмитентам новых секторов экономики. По данным ресурса [Spracktrack.net](https://www.spracetrack.net), начиная с 2020 г. благодаря SPAC в США на биржи вышли 562 новые компании, из которых 136 уже заключили соглашения о слиянии с крупными частными эмитентами.

В первом квартале 2021 г. на долю американских бирж приходилось 93,0% от стоимости IPO акций SPAC в мире. За этот период SPAC привлекли 92,7 млрд долл., что в 1,2 раза больше, чем за весь 2020 г. (74,4 млрд долл.). (См. рис. 2.) Многие страны, включая государства

Абрамов Александр Евгеньевич, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: ae_abramov@mail.ru; Косырев Андрей Геннадьевич, младший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: kosyrev-ag@ranepa.ru; Радыгин Александр Дмитриевич, председатель Ученого совета Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; директор Института ЭМИТ РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук, профессор (Москва), e-mail: arad@iep.ru; Чернова Мария Игоревна, научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: chernova-mi@ranepa.ru

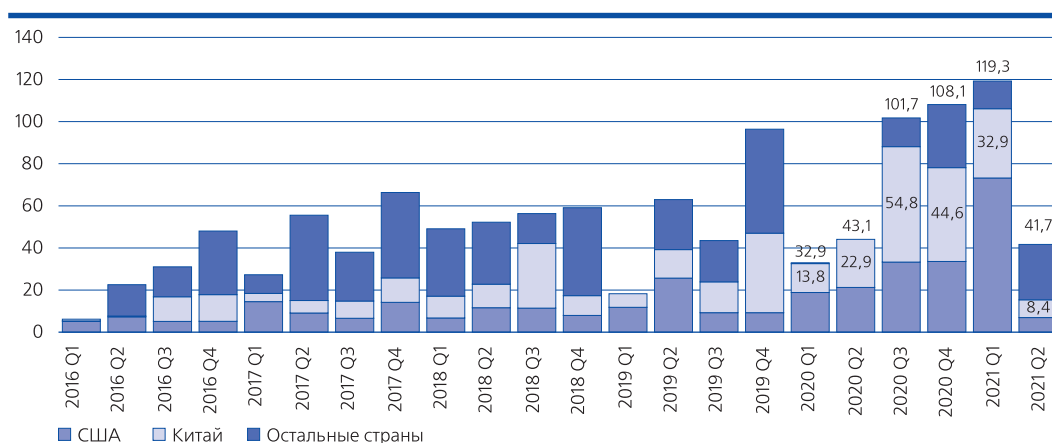
¹ В отличие от классического IPO сделки SPAC предполагают приобретение акций инвесторами по фиксированной цене, как правило, равной 10 долл. за акцию. Вместе с акциями SPAC инвесторы получают warrants, позволяющие в будущем купить акции новой публичной компании, создаваемой на базе SPAC, по фиксированной цене. Учредитель SPAC, которым, как правило, является авторитетный венчурный предприниматель, получает право на льготное приобретение до 20% акций будущей новой компании. После проведения IPO в течение не более двух лет SPAC должна заключить сделку слияния-поглощения с частной компанией, стремящейся стать публичной. По итогам указанной сделки акционеры SPAC вправе обменять свои акции SPAC на акции новой публичной компании. Если они не хотят участвовать в новой компании, то получают свои 10 долл. на акцию назад плюс небольшой фиксированный процент на эту сумму. Обычно в IPO акций SPAC участвуют только институциональные инвесторы, а частные инвесторы приобретают акции SPAC лишь после IPO на вторичном рынке.

Европейского союза и Россию², внимательно следят за опытом IPO акций SPAC.

Преимущества SPAC для инвесторов по сравнению с «классическими» IPO заключаются в гарантии сохранности стоимости вложений в акции до момента слияния SPAC с компанией-целью; наличии права выхода из SPAC путем продажи акций на бирже или их выкупа

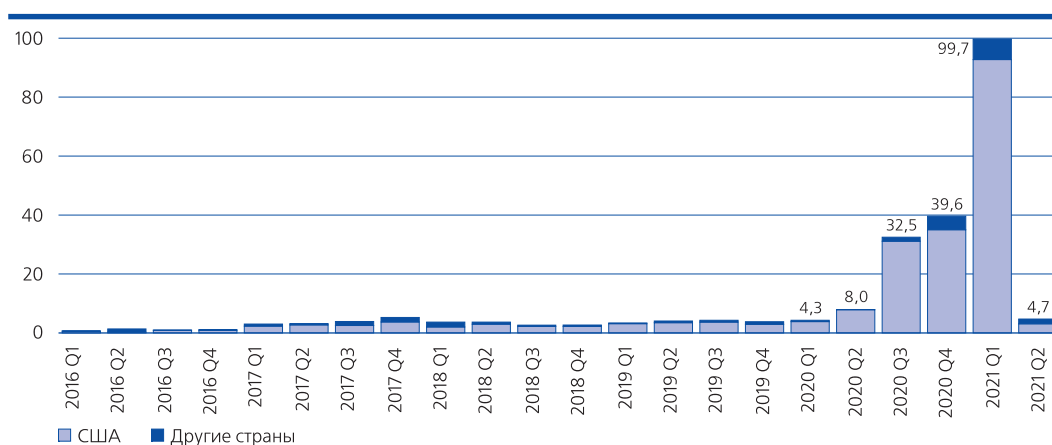
эмитентом до совершения сделки слияния-поглощения; а также возможности получения более полной информации о будущей компании-цели в процессе обсуждения сделок M&A. Наличие в учредителях авторитетных венчурных предпринимателей дает инвесторам шанс на заключение выгодной сделки M&A с частной компанией, обладающей высоким потен-

Рис. 1. Объемы средств, привлеченных на первичном размещении через IPO без учета размещений с помощью SPAC, в 2016 – апреле 2021 гг., млрд долл.



Источник: Bloomberg (дата обновления данных – 30 апреля 2021 г.).

Рис. 2. Объемы средств, привлеченных на первичном размещении через SPAC, в 2016 – апреле 2021 гг., млрд долл.



Источник: Bloomberg (дата обновления данных – 30 апреля 2021 г.).

² URL: <https://www.rbc.ru/finances/10/02/2021/6022767e9a79476f42aa9fc3>

циалом роста. SPAC позволили демократизировать процесс инвестирования в акции венчурных компаний для частных инвесторов. По данным Bank of America, объемы сделок с акциями SPAC, совершаемых индивидуальными инвесторами на платформе этого банка, в январе 2021 г. составляли 46% от общего объема торгов с акциями SPAC [3].

Для частных компаний-эмитентов выгоды от слияния со SPAC состоят в возможности оперативного привлечения значительных финансовых ресурсов, прежде всего институциональных инвесторов, и проведения профессиональной экспертизы со стороны венчурных предпринимателей.

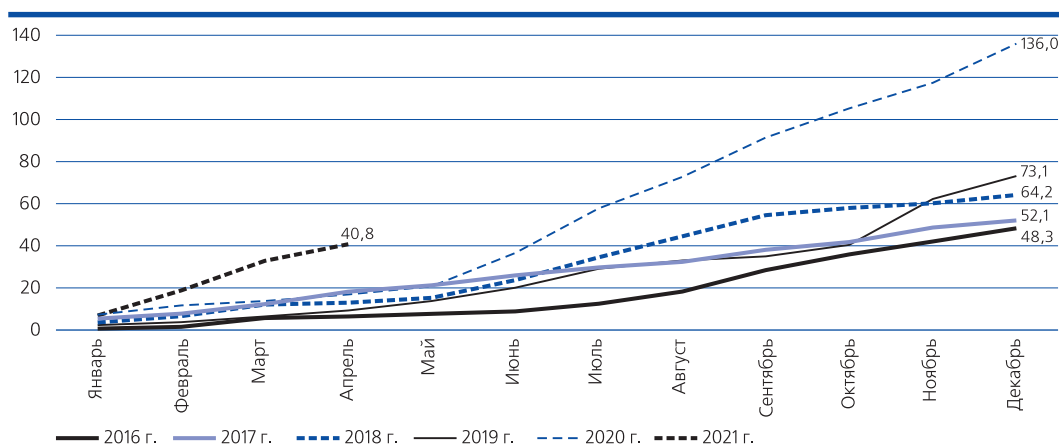
Вместе с тем быстрый рост SPAC сопряжен с повышенными рисками для инвесторов. В исследовании Дж. Риттера и др. [2] на основании изучения деятельности 114 SPAC в 2010–2018 гг. показано, что с момента проведения IPO до их слияния с компанией-целью средняя доходность акций SPAC составляла 9,3% годовых. Однако после сделки M&A с компанией-целью инвесторы потеряли в среднем 15,6%, если они купили обыкновенные акции объединенной компании в первый день торгов и удерживали их в течение года. При проведении SPAC необходимо более полно раскрывать информацию для инвесторов и регулировать деятельность их учредителей, которые даже в случае падения цен акций новых компаний после объединения получают существенные выгоды в виде приобретаемых на льготных условиях 20% указанных акций [6].

Данные риски находятся в поле зрения финансового регулятора (SEC) в США³. Представители SEC заверяют, что они тщательно изучают сделки с акциями SPAC с точки зрения соблюдения интересов инвесторов [5].

Иные подходы к развитию рынка IPO акций наблюдаются в Китае. Несмотря на снижение в январе-апреле 2021 г. индексов Шеньчжэньской и Шанхайской фондовых бирж соответственно на 3,8 и 1,6%, объем IPO акций китайских компаний в начале текущего года рос быстрее, чем 2020 г., когда было зафиксировано самое большое размещение внутренних акций за последние 10 лет в размере 136 млрд долл. (См. рис. 3.) Драйверами роста китайского рынка IPO являются высокий спрос на рыночные инвестиции со стороны частных компаний, наличие емкого внутреннего фон-

дового рынка IPO являются высокий спрос на рыночные инвестиции со стороны частных компаний, наличие емкого внутреннего фон-

Рис. 3. Объемы средств, привлеченных китайскими компаниями на IPO на внутренних и иных биржах, в 2016 – апреле 2021 гг. (накопительным итогом в каждом году), млрд долл.



Источник: Bloomberg (дата обновления данных – 30 апреля 2021 г.).

³ URL: <https://www.sec.gov/news/public-statement/division-cf-spac-2021-03-31>

дового рынка, на котором преобладают частные инвесторы, а также открытие рынка IPO материковых компаний для глобальных инвесторов. Стимулом развития рынка IPO в Китае также стало обострение конкуренции с США — в частности, рост риска делистинга крупнейших китайских компаний на американских фондовых биржах [9].

Особый интерес представляет реализация с июля 2019 г. при поддержке Председателя КНР Си Цзиньпина амбициозного проекта создания рынка высокотехнологичных компаний «STAR market» на Шанхайской фондовой бирже как альтернативы бирже NASDAQ (США). Данный проект, осуществляемый под тщательным контролем государственных ведомств, пока трудно назвать успешным: в первом квартале 2021 г. стоимость новых компаний, включенных в листинг STAR market, составила 4,2 млрд долл. по сравнению с 5,1 млрд долл. в четвертом квартале 2020 г.; в апреле 2021 г. в листинг вошли компании стоимостью 0,8 млрд долл. по сравнению с 1,7 млрд долл. в марте [1]. В ноябре 2020 г. в STAR market планировалось проведение самого крупного IPO в мире китайской компании Ant Group в сумме 36 млрд долл., которое было отменено по личному указанию Си Цзиньпина.

Причиной замедления роста STAR market стало введение новых требований⁴: компании, занимающиеся финансовыми технологиями и услугами, сделками с недвижимостью и инвестициями, по новым правилам не подлежат включению в листинг STAR market.

Другим фактором торможения IPO крупнейших китайских высокотехнологичных компаний (Alibaba, Tencent, ByteDance, JD.com, Meituan и др.) стали требования об устранении ими нарушений антимонопольного законодательства и изменении модели бизнеса с целью ограничения рисков и повышения финансовой устойчивости компаний. По словам Председателя КНР Си Цзиньпина, «нельзя допускать, чтобы крупные высокотехнологичные

компании использовали свой размер, капитал и массивы данных для антиконкурентной практики» [8].

В настоящее время трудно оценить, как отразятся меры, принимаемые китайскими властями, на перспективах рынка внутренних IPO. С одной стороны, активное вмешательство государства в работу бирж и бизнес частных высокотехнологичных компаний, являющееся проявлением конфликтов элит в китайском обществе, может затормозить развитие крупных частных компаний и фондового рынка. С другой стороны, меры антимонопольного регулирования крупных экосистем в Китае могут способствовать росту конкуренции, устранению дискриминации малого и среднего бизнеса в доступе к услугам онлайн-торговли, платежным сервисам и маркетингу в социальных сетях, что будет способствовать появлению новых эмитентов на биржах.

В России публичные размещения акций на биржах сталкиваются с серьезными проблемами. С 2010 по апрель 2021 гг. сделки IPO российских ПАО на внутренних биржах носили эпизодический характер и были сравнительно невелики по объему. (См. рис. 4.) После 2011 г. годовой объем сделок не превышал 1 млрд долл. В 2020 г. объем IPO на Московской бирже составил всего 587 млн долл., что составляет 0,2% от объема «классических» IPO в мире.

О проблемах внутренних IPO в России свидетельствуют низкие, а иногда и отрицательные значения недооценки (разницы между ценой закрытия акций эмитента в первый торговый день и ценой размещения указанных акций при проведении IPO). В процессе трех самых крупных внутренних IPO, проведенных в 2020–2021 гг. ПАО «Совкомфлот», Группой «Самолет» и «Сегежа Групп», размер недооценки составил соответственно -4,3, 0,3 и -0,4%. Это свидетельствует о том, что стоимость акций данных компаний в процессе IPO была завышенной, а спрос на них со стороны

⁴ URL: <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202104/P020210416593313122391.pdf>

участников биржевых торгов оказался недостаточно высоким. (Для сравнения: в процессе двух крупнейших IPO офшорных российских структур – Ozon Group и HeadHunter Group, – проведенных на фондовой бирже NASDAQ (США) в 2020 г., размер недооценки акций составил соответственно 34,3 и 24,1%.)

Уровень недооценки при проведении IPO российских эмитентов является самым низким в мире, составляя 3,3% в среднем за период 1999–2013 г. [4; 7]. Тогда как на внутреннем рынке США при проведении «классических» IPO средний размер недооценки по сделкам составлял в среднем за период 2001–2020 гг. 16,7%, в том числе 41,6% в 2020 г. В Китае средний размер недооценки за период 1999–2020 гг. составил 170%, в том числе 175% в 2020 г.

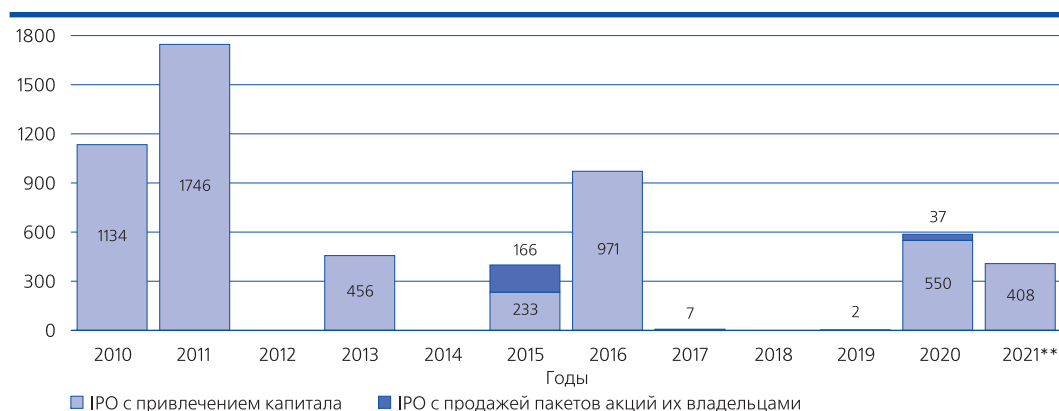
Неудовлетворительным является уровень публичного раскрытия статистики сделок IPO и SPO, проводимых российскими компаниями. Ни одна из структур в России не отвечает за ведение реестра данных сделок. Оценки, публикуемые Всемирной федерацией бирж, Московской биржей и другими организация-

ми, являются неполными и существенно различаются между собой.

Анализ проблем IPO-рынка США, Китая и России позволяет сформулировать ряд предложений относительно развития публичных размещений акций на российских биржах.

Основной проблемой, препятствующей росту IPO российских компаний, в условиях неопределенности в сфере инвестиционного климата и рисков недружественных захватов бизнеса, является осторожное отношение растущих частных компаний к перспективам привлечения рыночных источников финансирования, требующих высокого уровня прозрачности информации об их деятельности. Помимо общеизвестных мер по улучшению инвестиционного климата приход новых компаний на рынок можно было бы ускорить, например, за счет устранения барьеров развития независимого финтехта. Это предполагает реализацию комплекса мер, включая обязательность стандартов *open-banking* для крупных финансовых структур, снятие препятствий для межбанковских переводов частными лицами средств между своими счетами в разных финансовых

Рис. 4. Стоимость сделок IPO на российских биржах в 2010–2021 гг.*, млрд долл.



* – На рисунке отражены только сделки IPO с акциями российских ПАО на российских биржах, предусматривающие привлечение нового капитала в компанию или перепродажу пакета акций действующим акционером их новому владельцу. Сделки SPO и сделки IPO-SPO на зарубежных биржах не учитываются.

** – Январь–апрель.

Источник: расчеты авторов по данным Всемирной федерации бирж (ВФБ) и информационных сообщений о IPO конкретных компаний.

структурах (например, введение ограничений монополюно высоких тарифов крупных розничных банков на межбанковские переводы граждан, составляющих сегодня 1,5% от стоимости переводимых средств).

Росту спроса на IPO могли бы способствовать: создание правовой основы для формирования корпоративных и индивидуальных пенсионных планов с широким охватом работающего населения; реализация мер в сфере доступности, экономической эффективности вложений в паевые инвестиционные фонды и качественное улучшение прозрачности информации об их деятельности.

Необходимы разработка правовой базы для проведения IPO акций SPAC на российских биржах преимущественно для квалифицированных

инвесторов, а также совершенствование законодательства об инвестиционных фондах с целью упрощения проведения IPO и SPO для фондов венчурных инвестиций и фондов прямых инвестиций, ориентированных на сделки публичного размещения акций российских компаний.

Из работы STAR market в Китае можно было бы использовать опыт повышенного внимания высших органов власти к налаживанию рыночных методов финансирования высокотехнологичных национальных компаний.

Российскому финансовому регулятору вместе с саморегулируемыми организациями и российскими биржами необходимо наладить систему статистического учета и ежеквартальной публичной отчетности о сделках IPO-SPO с участием российских компаний. ■

Литература / References

1. Chiu Joanne. Ant's Halted IPO Takes the Shine off China's STAR Market // The Wall Street Journal on-line. 2021. May 5.
2. Gahng Minmo, Ritter Jay R., Zhang Donghang. SPACs. 2021. March 2. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/SPACs.pdf/>
3. Li Yun. Unusual first-day rallies in SPACs raise bubble concern: «Every single one of them has gone up» // CNBC-online. 2021. February 10.
4. Loughran Tim, Ritter Jay, Rydqvist Kristian. Initial Public Offerings: International Insights. 2021. March 22. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/International.pdf>
5. Michaels Dave, Ramkumar Amrith, Osipovich Alexander. SPAC Hot Streak Put on Ice by Regulatory Warnings // The Wall Street Journal on-line. 2021. April 16.
6. Ramkumar Amrith. SPAC Insiders Can Make Millions Even When the Company They Take Public Struggles // The Wall Street Journal on-line. 2021. April 25.
7. Ritter Jay R. Initial Public Offerings: Underpricing. 2020. December 29. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/>
8. Wei Lingling. Ant IPO-Approval Process Under Investigation by Beijing // The Wall Street Journal on-line. 2021. April 27.
9. Wong Sharnie. Chinese IPO Shift to H.K. and the U.S.? // Bloomberg. 2021. April 30.

Experiences and Lessons of Public Offerings on the Stock Markets of the USA, China and Russia

Alexander E. Abramov — Head of Department for Analysis of Institutions and Financial Markets of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: ae_abramov@mail.ru

Andrey G. Kosyrev — Junior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: kosyrev-ag@ranepa.ru

Alexander D. Radygin — Chairman of the Scientific Council of the Gaidar Institute for Economic Policy; Director of the Institute of Mathematics and Information Technology Economics, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences, Professor (Moscow, Russia). E-mail: arad@iep.ru

Maria I. Chernova — Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: chernova-mi@ranepa.ru

Public offerings have been playing an increasingly important role in fundraising for an accelerated development of businesses in the new economy. The IPO market has triggered an intense competition between the USA and China. Russia's stock market has stayed away from these processes. The experience of the USA and China shows that for the IPO market to properly develop, it is not sufficient just to introduce some formal changes in the specific procedures for handling certain types of stock market transactions, or any new tax incentives. It is necessary to launch more profound institutional changes targeting the motives of stock issuers, investors and government departments.

Key words: financial markets, stock markets of the USA, Cuna and Russia, initial public offering, IPO, SPAC-companies, SPAC.

JEL-codes: E44, G15, G18, G23, G34.