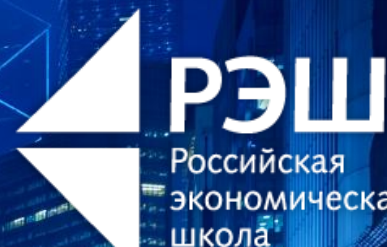


ОТКРЫТЫЕ ЛЕКЦИИ РЭШ ОТ ЛУЧШИХ ЭКОНОМИСТОВ РОССИИ И МИРА

#ЛекторийРЭШ



АЛЕКСЕЙ ГОРЯЕВ

ПРОФЕССОР, ДИРЕКТОР ПРОГРАММЫ
«МАСТЕР ФИНАНСОВ» РЭШ

**ПРОФЕССИЯ ФИНАНСИСТА:
НАУКА ИЛИ ИСКУССТВО?**

МОСКВА 2019



ЦИКЛ ЛЕКЦИЙ
**ЭКОНОМИКА
В СОВРЕМЕННОМ
МИРЕ**

#ЛекторийРЭШ

nes.ru

Как вы представляете себе профессию финансиста?



Как вы представляете себе профессию финансиста?

- Корысть, упорство, выдумка, отвага, невозмутимость, оригинальность, нахальство, оскал и малый размах
- ...это составные части надувательства
 - Согласно Эдгару Аллану По, рассказ *"Надувательство как точная наука"*
- Кем же становится надуватель, если малый размах довести до большого?
- Финансистом!



Пример:

продажа WhatsApp за рекордные \$19 млрд в феврале 2014 г.

- Основатель WhatsApp Ян Кум не планировал продавать свою компанию.
- Когда Facebook вышел с предложением о покупке, Ян выставил непомерную цену – порядка \$20млрд
...за компанию, которая имела 450 млн клиентов
...но так и не начала зарабатывать прибыль.

Как заключить сделку?

Схема покупки:

- \$4 млрд наличными
- \$12 млрд акциями Facebook (7.9%)
- \$3 млрд опционами на акции

...с условием сохранения автономности (и отсутствия рекламы) в течение 5 лет

В итоге Facebook заплатил \$21.8 млрд

- ...с учетом подорожания акций на 13%

В чем был вклад финансистов в эту сделку?

- Due diligence
 - ...для всесторонней проверки рисков приобретаемого актива
- Оценка стоимости бизнеса
 - ...на основе денежных потоков
 - ...и цен акций сравнимых компаний
- Структурирование сделки
 - ...с учетом интересов продавца и покупателя
- Оптимальные стимулы для собственников WhatsApp
 - ...чтобы они остались в компании



За что финансистам много платят?

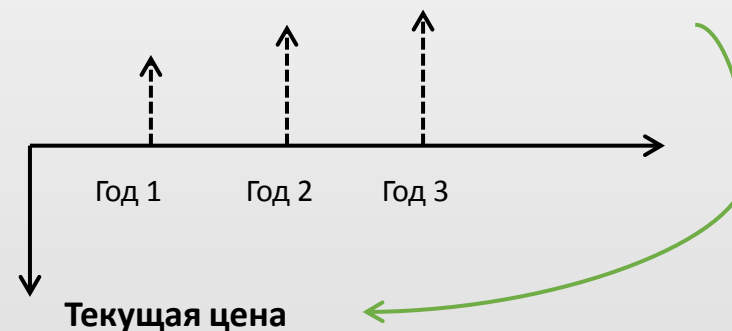
Если формулы для оценки так просты

- По методу дисконтированных денежных потоков

$$\text{Price} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

- Достаточно рассчитать денежные потоки CF и ставку дисконтирования r
- По методу мультипликаторов
$$(P/E)_1 = (P/E)_2$$
 - Мы предполагаем, что наша компания и похожая компания имеют одинаковый коэффициент Цена/Прибыль (Price/Earnings)

(Ожидаемые) денежные потоки



- Сложно рассчитать входные параметры
 - От них сильно зависит итоговая цена
- Ответственность за результат
 - ...на кону большие деньги

Как финансовые инновации влияют на общество?



Можно ли без них обойтись?

Финансовые инструменты

- Деньги
 - Ракушки → драгметаллы → монеты → банкноты → электронные деньги → криптовалюты
- Займы (под проценты)
- Ценные бумаги
 - Долговые: облигации
 - Долевые: акции
- Деривативы
 - На процентные ставки, курсы валют, цены акций, дефолты,...

Финансовые институты

- Банки
 - Коммерческие
 - Инвестиционные
- Инвестиционные фонды
 - Взаимные, хедж, прямых инвестиций, пенсионные, суверенные, венчурные,...
- Страховые компании
- Биржи, брокеры-дилеры

Пример: 10 лет развития Uber

От стартапа до IPO

- Инновационная бизнес-модель
 - Убрать посредников на рынке перевозок
- Показывает впечатляющие темпы роста: во 2 квартале 2019
 - Выручка \$3.2млрд (+14% YTY)
 - 99 млн клиентов (+30% YTY)
- ...но по-прежнему убыточна
 - Потери \$3млрд в 2019 году
 - Из-за ценовых войн с конкурентами и высоких издержек привлечения клиентов
- Надежда на новые технологии
 - Автопилоты и самокаты

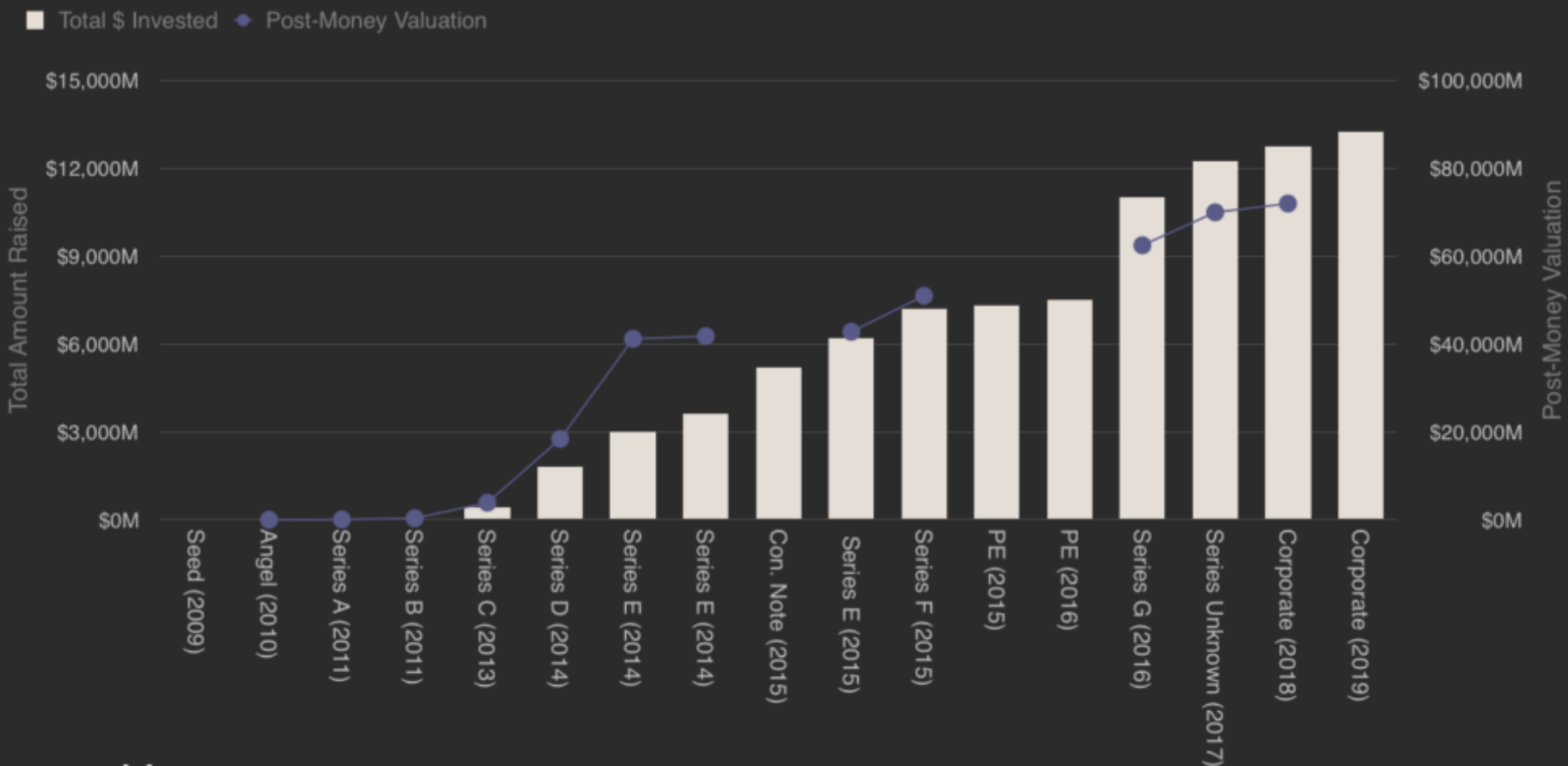
Как финансировать стартап?

- Собственные инвестиции
 - Доход Каланика от продажи предыдущего стартапа
- 23 раунда частного финансирования на \$12 млрд
 - От 90 венчурных инвесторов: Google Ventures, Дж.Безоса, Softbank, Toyota, PayPal, ...
- Первичное публичное размещение (IPO) на \$8.1млрд
 - Компания продала широкому кругу инвесторов 180 млн акций по цене \$45

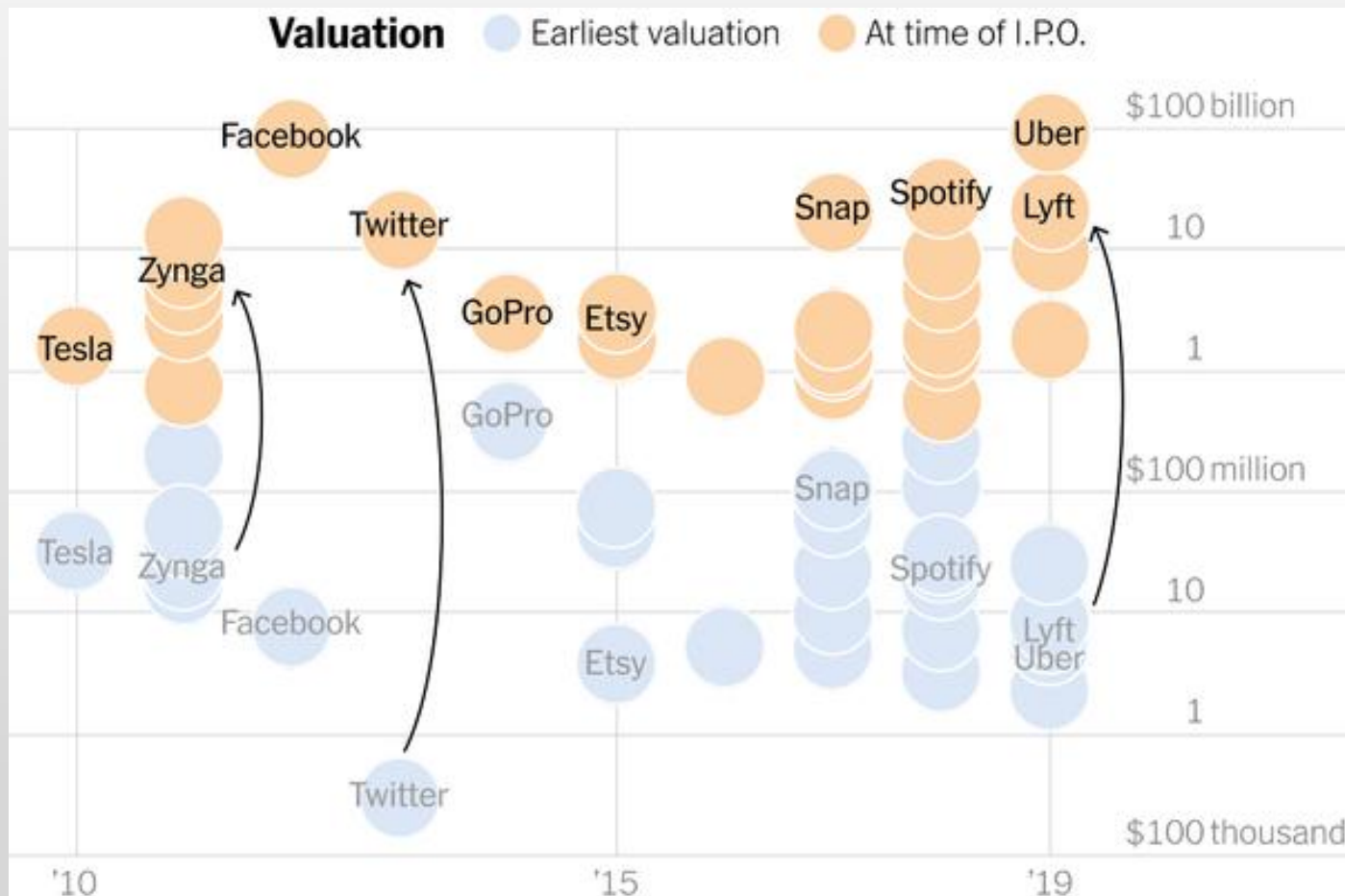
Как менялась оценка Uber?

Uber Venture Funding And Valuation Over Time

Excludes debt financing and secondary market rounds. Valuations based on Crunchbase data, Uber, and media reports.



Стоит ли инвестировать в стартапы?



90%

отобранных
проектов
умирают

Зачем Uber было проводить IPO?

- Новое финансирование
 - Чтобы продолжать рост
 - Поглощения за счет своих акций
- Ликвидность для акционеров
 - Exit для венчурных инвесторов
- Мотивация топ-менеджмента
 - \$80 млн - бонус для CEO в случае market cap выше \$120 млрд
- «Горячий» рынок
 - 2019 – год tech IPO
 - Правда, их успел обогнать Lyft
- PR и репутация
- Прямые издержки
 - \$106 млн 29 банкам - андеррайтерам во главе с Morgan Stanley
 - Юристы, аудиторы,...
 - Листинг на Нью-Йоркской бирже
 - Недооценка акций на IPO (по сравнению с 1-м днём торгов)?
- Прозрачность
 - ...для конкурентов и регуляторов
- Более медленное принятие решений
- Размытие доли старых акционеров

Довольны ли инвесторы?

- В первый день торгов цена акций Uber упала до \$41.55
 - 7.6%** или **\$608 млн** убытков
 - Худший \$ результат с 1975 г.
- За 5 месяцев капитализация Uber упала на треть
 - В плюсе лишь ранние инвесторы

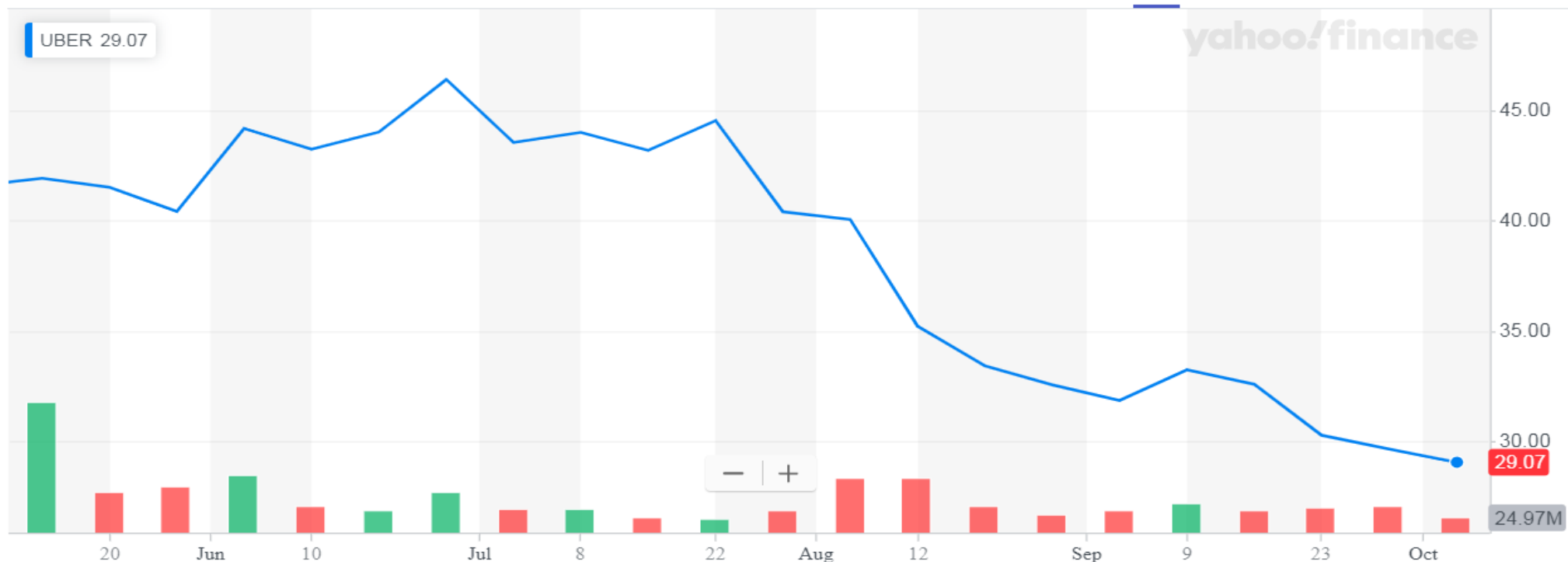
Uber Technologies, Inc. (UBER) ☆

NYSE - NYSE Delayed Price. Currency in USD

29.07 -0.21 (-0.72%) **28.93** -0.11 (-0.38%)

At close: October 9 4:00PM EDT Pre-Market: 8:47AM EDT

Indicators Comparison Events P Date Range 1D 5D 1M 3M 6M YTD 1Y 2Y 5Y **Max** Interval 1W Line



Стоит ли инвестировать в IPO?

- Несмотря на провал Uber и Lyft, вложения в 13 tech IPO 2019 года принесли бы среднюю доходность 67%

(предполагая одинаковую сумму вложений в каждое IPO)

- ...а в S&P500 – лишь 20%.
- Но 60% прибыли от вложений в IPO принесла одна компания
 - Beyond Meat: спрос на ее акции на IPO превышал предложение в 30 раз!

Company	Market cap	Since debut	
Uber	\$56.4 bln	(-) 26%	
Zoom	\$21.5 bln	(+) 120%	
Pinterest	\$15.8 bln	(+) 53%	
CrowdStrike	\$14.7 bln	(+) 91%	
Lyft	\$13.5 bln	(-) 36%	
Slack	\$13.3 bln	(-) 6%	(from reference price)
Beyond Meat	\$9.4 bln	(+) 524%	
Cloudflare	\$5.3 bln	(+) 20%	
Medallia	\$3.7 bln	(+) 43%	
Fastly	\$2.7 bln	(+) 82%	
PagerDuty	\$2.3 bln	(+) 25%	
Livongo	\$2.3 bln	(-) 12%	
RealReal	\$1.4 bln	(-) 15%	

Доходность вложений в tech IPO 2019 года
(на 14 сентября)

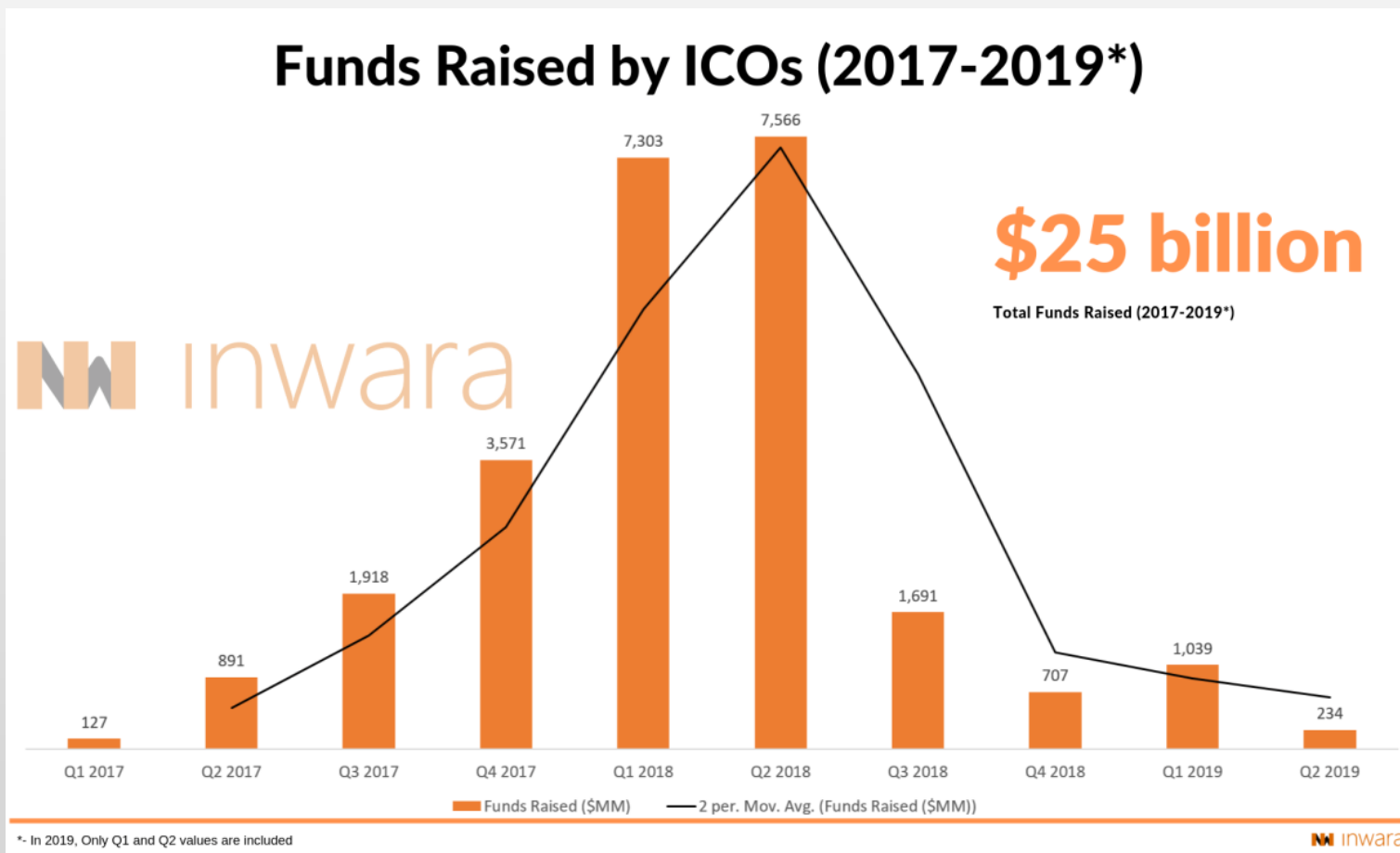
Источник: [CNBC](#)

Как цифровые технологии меняют мир финансов? *ICO=народное IPO*

- Initial Coin Offering = первичное размещение токенов
 - Новый способ краудфандинга для стартапов
- Стартап выпускает собственную криптовалюту (токен) на базе блокчейн
 - Их можно использовать для оплаты услуг проекта в будущем
 - ...или продать сейчас на криптобирже
- Пример: ICO Ethereum в 2014
 - Курс эфира взлетел от \$0.3 на ICO до \$1385, а сейчас около \$177



Почему мода на ICO быстро прошла?



- ...а Павел Дуров решил отменить в мае 2018 г. рекордное ICO Telegram на \$850 млн?

Как профессионалы управляют рисками при инвестировании?

Венчурное финансирование

- Профессиональный отбор проектов
- Защита прав инвесторов
 - Юридическое оформление
- Привлеченные деньги идут в развитие проекта
 - ...а не проедаются собственником
- Участие в управлении
- Поэтапность инвестиций
- Exit через продажу стратегу или IPO

IPO

- Жёсткое регулирование
- Раскрытие информации эмитентом
 - Аудированная отчетность
 - Проспект эмиссии
- Андеррайтинг инвестбанком
- Расчет и клиринг через биржу
- Акции дают долю в компании и право голоса
- Высокая ликвидность
 - Относительная стабильность цен

Как цифровые технологии меняют мир финансов?

Ключевые тренды

- Продвинутая аналитика
 - Big data, искусственный интеллект, машинное обучение
- Автоматизация процедур
 - Алгоритмизация и роботизация
- Коммодитизация финансовых услуг
 - Открытый API
- Кибер-безопасность
 - Защита данных
- Гибкий подход к управлению
 - Agile, SCRUM и т.п.

Новые бизнес-модели

- Цифровой банкинг
 - Закрытие отделений, удаленная идентификация, персонализация услуг
 - Но: технологические риски, отношения с клиентом
- Уберизация
 - Платформы для платежей, кредитов, управления активами «без посредников»
- Банковские экосистемы

Чему нас научил глобальный финансовый кризис 2007-2008?

Падение цен
на недвижимость в США



Неплатежи subprime заемщиков
по ипотеке



Нехватка ликвидности



Крах крупных игроков



«Сжатие» кредитов и рецессия

- Структурные проблемы
 - ...со временем накапливаются
- Деривативы
 - Высокий рычаг
 - Сложность оценки и учёта
- Стимулы для принятия рисков
 - "Greed is good"
- Системный риск
 - Эффект домино
- Роль регуляторов
 - «Дешёвые» деньги
 - От либертаризма к «закручиванию гаек»

Профессия финансиста: наука или искусство?



**СПАСИБО
ЗА ВНИМАНИЕ**



#ЛекторийРЭШ

nes.ru

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ШКОЛА

www.nes.ru
lectorium@nes.ru

Яндекс Дзен

