



ОБОРОТНАЯ СТОРОНА МЕДАЛИ

Игнорируя новые опасности, которые возникают после выхода на фондовый рынок, компания рискует потерять значительную долю приобретенного в результате IPO капитала

**>> Текст_Андрей ЛУКАШОВ, Форум-консалтинг,
руководитель департамента финансового консалтинга**

На фондовых рынках IPO – одна из самых сложных финансовых процедур, которая сопровождается большим числом рисков для всех ее участников. Андеррайтеры и профессиональные инвесторы – постоянные участники рынка первичных размещений – имеют значительный опыт и отлаженные процедуры управления рисками. В отличие от них компании-эмитенты проводят IPO только один раз и поэтому не имеют достаточного опыта управления угрозами, связанными с выходом на биржу. Мы рассмотрим те риски, с которыми могут столкнуться компании-эмитенты.

В процессе подготовки и проведения первичного размещения возникают риски, которые можно объединить в три группы (рис. 1): риски отмены IPO, риски недооценки акций при размещении и пост-IPO-риски.

Назад в прошлое

Риск отмены IPO

На этапе подготовки к IPO вплоть до момента размещения существуют риски отмены IPO как по инициативе самой компании, так и по не зависящим от нее причинам. Чем дальше компания продвинулась в процессе проведения IPO, тем большие потери она понесет из-за неожиданной отмены первичного размещения.

Отмена IPO – не такое уж редкое явление.

Например, в США с 1985 по 2000 год около 20% компаний, начавших процесс букбилдинга, отказались от размещения. Только 9% «передумавших» компаний позже все-таки успешно вышли на биржу. Риски отмены IPO можно условно разделить на пять групп.

Риск резкого изменения конъюнктуры рынка

Довольно часто IPO может быть отменено при неблагоприятной ситуации на фондовом рынке в результате изменения настроения инвесторов, снижения рыночной ликвидности.

В 1998 году автор этих строк работал консультантом в компании, которая планировала проведение IPO. Однако кризис 1998 года – сначала российский дефолт, а затем вызванное им банкротство и ликвидация LTCM, одного из крупнейших хедж-фондов США, – резко изменил настроения инвесторов, что привело к значительному повышению цены акционерного капитала. В результате компания вынуждена была отказаться от IPO. Немало примеров реализации этого риска можно было наблюдать и на российском фондовом рынке. Так, 28 марта 2005 года поволжский оператор сотовой связи ЗАО «СМАРТС» отложил на год запланированный ранее выход на биржу. В качестве причины была названа конъюнктура рынка, которая «не позволяет рассчитывать на отличный результат».

В декабре 2005 года было официально объявлено о том, что Трубная металлургическая компания отложила IPO на конец 2006 года. Инициатором переноса сроков размещения акций стали миноритарные акционеры ТМК, которые сочли, что через год ситуация на рынке улучшится и инвесторы смогут оценить компанию выше. Магнитогорский металлургический комбинат отменил 5 июля 2006 года назначенное на этот день публичное размещение 2% своих акций. Размещение было перенесено на более поздний срок в связи с неблагоприятной ситуацией на фондовом рынке.

Чтобы обезопасить себя от неожиданного изменения ситуации на финансовых рынках, компании всегда следует иметь альтернативные источники финансирования.

Риск одновременного проведения IPO значительным числом компаний

На финансовых рынках довольно часто проявляется так называемый эффект информационных каскадов (или эффект леммингов), что может привести к чрезмерной конкуренции за деньги инвесторов. Исследователями давно было замечено, что IPO носят циклический характер. На финансовом жаргоне существует понятие «горячих» и «холодных» периодов для IPO (рис. 2).

В определенные периоды проведение IPO становится популярным среди компаний смежных отраслей или какого-то одного сектора экономики. Они одновременно выходят на биржу, и в итоге рынок оказывается не в состоянии «переварить» количество заявленных IPO: у инвесторов просто не хватает денег на покупку всех предлагаемых акций. В результате цена акционерного капитала растет, и многие компании вынуждены отложить или отменить выход на биржу. Вместе с тем существуют периоды, когда IPO проводит очень незначительное число компаний. Чем большее количество компаний из одного сектора экономики решают выйти на фондовый рынок в одно и то же время, на одной и той же бирже, тем выше вероятность того, что у инвесторов не хватит средств на покупку акций всех компаний.

Юридические и нормативные риски

К этой категории относится, в частности, риск обнаружения несоответствия документации компании законодательным или процессуальным нормам, регламентирующим процесс публичного размещения акций.

Например, в ноябре 2006 года российская компания «Фармстандарт» – крупнейший производственный фармхолдинг в России – приняла решение перенести IPO, по крайней мере, на начало следующего года. Первоначально «Фармстандарт» планировал разместиться до конца 2006 года сразу на трех площадках – Лондонской фондовой бирже, ММВБ и РТС. Внезапное решение отложить IPO объясняется техническими ошибками, выявленными в документации: компания недостаточно раскрыла бухгалтерскую и юридическую информацию. Упомянутые недочеты были обнаружены уже на стадии составления книги заявок (организаторами размещения являлись Citigroup и UBS). В период проведения IPO компания должна неукоснительно следовать правилам, установленным биржей, на которой проводится размещение акций, а также финансовым регулятором страны



Рис. 1. Риски, сопутствующие IPO

размещения, иначе отмены первичного размещения не избежать.

В качестве примера можно привести случай, имевший место в известной компании Google. В США при выходе на IPO существует так называемый период молчания. После подачи заявки на IPO и вплоть до одного месяца после проведения размещения компания не имеет права публично разглашать существенную информацию о себе. Исключение составляют те сведения, которые уже содержатся в Проспекте, – в США запрещены маркетинг и реклама непубличных ценных бумаг. А любое разглашение информации о компании в период до размещения расценивается как маркетинг и реклама акций. Основатели компании Google Лари Пейдж и Сергей Брин накануне размещения дали пространное интервью журналу Playboy. Регуляторы расценили это как маркетинг и нарушение правил проведения IPO, но не отложили процедуру выхода на биржу. Однако при этом заставили компанию

сделать три официальных заявления во время размещения. Во-первых, было заявлено о том, компания нарушила правила проведения IPO. Во-вторых, компания объявила ложными некоторые из данных, приведенных в интервью. В-третьих, весь текст интервью был включен в официальные документы (Проспект) компании.

В результате этих заявлений компания и ее андеррайтеры стали уязвимыми для судебного преследования со стороны инвесторов в том случае, если бы акции компании упали в цене после размещения. Таким образом, несоблюдение правил проведения IPO подвергло Google значительному риску судебных разбирательств. Чтобы обезопасить себя от судебных исков, компании пришлось снизить цену размещения. Вот почему необходимо строго соблюдать правило: любое заявление или высказывание руководителей компании в период подготовки к IPO должно визироваться юридическим советником эмитента.

УДАЧНО РАЗМЕСТИЛИСЬ?

Какое IPO можно считать успешным с точки зрения цены размещения? Эксперты выделяют два основных критерия успешности выхода на биржу:

- Относительная цена компании через 30 дней после проведения IPO должна быть равна или превышать относительную цену аналогичных компаний из схожих отраслей. Например, в банковском бизнесе относительная цена измеряется как соотношение рыночной цены к балансовой стоимости (M/BV, market-to-book value). Для промышленных компаний используются показатели EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings Before Income Taxes, Depreciation and Amortization, отношение полной стоимости компании к годовым доходам до начисления подоходного налога и амортизационных вычетов) или P/E.
- Цена размещения не должна отличаться от рыночной цены компании через 30 дней после размещения более чем на 20%. Тридцати дней вполне достаточно, чтобы рынок смог правильно оценить компанию. Многие компании, которые испытали значительный рост цен в первый день торгов, в дальнейшем потеряли существенную часть своей капитализации. Из тех компаний, у которых в первый день торгов рост стоимости акций составил более 20%, только четверть спустя 30 дней удержали ее в пределах 100–120% от цены размещения.

Только около 8% всех проведенных IPO удовлетворяет одновременно двум этим критериям.

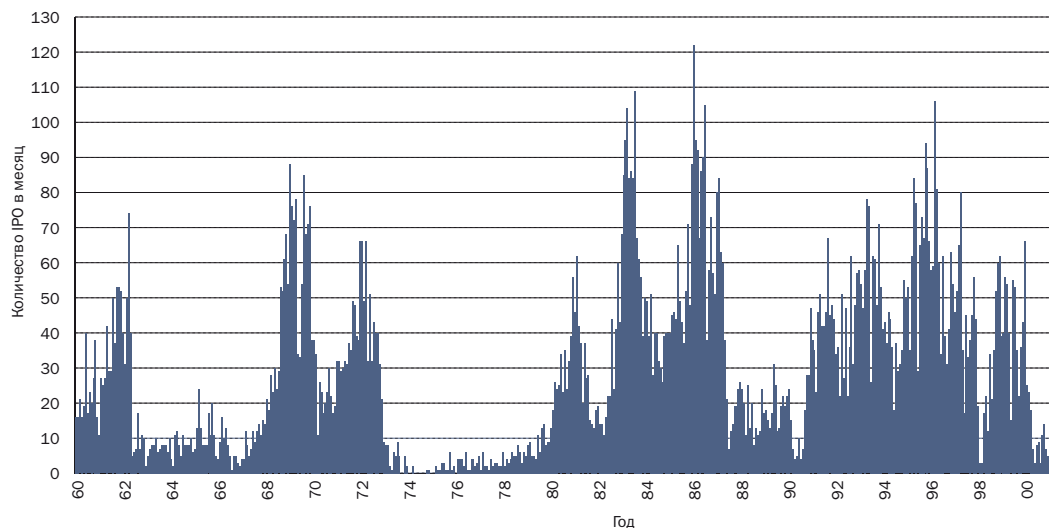


Рис. 2. Цикличность проведения IPO, США (1960–2001)

Риск несогласия собственников компании с предложенной андеррайтером ценой размещения

Одной из особенностей проведения IPO по методу букбилдинга является то, что эмитент имеет право отказаться от выхода на биржу в любой момент заполнения книги заявок.

Заклучая с инвестиционным банком договор об андеррайтинге, эмитент не берет на себя обязательства разместить акции по любой цене, а принимает решение о выходе на биржу в зависимости от предложенной ему цены размещения после завершения процесса букбилдинга. Если эмитент соглашается с предложенной ценой, то только после этого она становится обязательной и происходит размещение.

Можно привести немало примеров реализации данного риска. Так, в октябре 2006 года «Уралкалий» отказался от размещения 22,8% своих акций на Российской и Лондонской биржах – это первый случай отмены зарубежного IPO российской компанией накануне закрытия сделки. К вечеру должны были прекратиться сбор заявок на участие в IPO и сформироваться цена размещения. Акционеры объяснили свой отказ тем, что в тот момент не представлялось возможным «получить адекватную оценку компании со стороны потенциальных инвесторов». По словам председателя совета директоров и основного владельца «Уралкалия» Дмитрия Рыболовлева, несмотря на проявленную инвесторами заинтересованность, рынок не оценил в полной мере реальный потенциал компании.

Однако наиболее распространенной причиной отмены IPO являются нереалистичные ожидания эмитентов. Российские компании не всегда готовы принять цену, сложившуюся на рынке. Каждый собственник понимает, за какие деньги он может

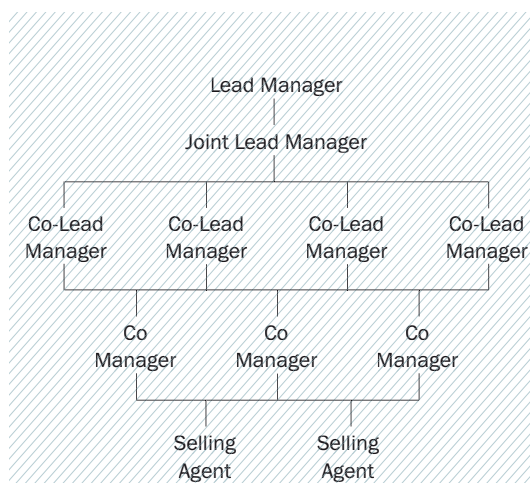


Рис. 3. Структура синдиката андеррайтеров

Лид-менеджер (Lead Manager) – старший член синдиката. Заполняет книгу заявок, координирует деятельность синдиката, готовит аналитический отчет по компании, организует road-show, получает большую часть оплаты за андеррайтинг и продажу акций.

Совместный лид-менеджер (Joint Lead Manager) – старший член синдиката вместе с лид-менеджером. Проводит андеррайтинг 35–45% размещения, готовит аналитический отчет о компании, помогает в организации road-show, участвует в продаже акций.

Со-лид-менеджер (Co-Lead Manager) – проводит андеррайтинг 10–15% размещения, готовит аналитический отчет, участвует в продаже акций.

Со-менеджер (Co-Manager) – проводит андеррайтинг не более 5% размещения, участвует в продаже акций.

Агенты по продажам (Selling Agents) – не проводят андеррайтинг, только участвуют в продаже акций.

отдать свои активы. И это мнение может отличаться от оценки рынка. В случае с «Уралкалием» удивительным является не сам факт отмены IPO, а то, что произошло это в последний момент перед размещением, когда, казалось бы, эмитент уже должен был найти общий язык с андеррайтером.

Риск некачественной работы андеррайтера по маркетингу акций компании

В некоторых случаях существует риск, что андеррайтер не справится с маркетингом акций. Собственно, в случае с отменой IPO «Уралкалия», по информации некоторых участников рынка, инициатором отказа выхода на фондовый рынок явилась не сама компания, а организаторы размещения, которые не смогли обеспечить подписку по планировавшейся первоначально цене. Поэтому для снижения рисков «недопродажи» акций формируются синдикаты андеррайтеров – группы андеррайтеров и других финансовых организаций, которые объединяются для проведения IPO. Возглавляет синдикат андеррайтеров лид-менеджер, он же бук-раннер, или международный координатор (рис. 3).

Как не продешевить

Риск недооценки акций компании при размещении IPO считается недооцененным, если размещение акций среди инвесторов прошло по цене ниже рыночной. Разницу между ценой закрытия первого дня торгов и ценой предложения принято называть «первичной прибылью» акций IPO. Считается, что первичные прибыли равны средствам, которые были недополучены первоначальными акционерами и собственниками компании. Количество недополученных капиталов определя-

ется как рост котировок акций компаний в первый день торгов и рассчитывается по формуле: (Цена закрытия первого дня минус Цена предложения) × Количество акций, проданных инвесторам. В США компания, проводящая IPO, недополучает в среднем 9,1 млн долл. Эта сумма вдвое превышает прямые издержки, связанные с оплатой услуг инвестиционных банкиров по выводу компании на биржу.

Чтобы избежать риска недооценки акций в ходе IPO, совету директоров компании-эмитента следует учредить комитет по цене размещения, который должен контролировать процесс заполнения книги заявок и формирования цены размещения. (Данная рекомендация была предложена совместной комиссией американских бирж NYSE и NASDAQ в 2003 году.) В составе комитета должен работать по крайней мере один независимый директор.

В обязанности комитета входит периодическое получение информации от андеррайтеров о том, как идет процесс заполнения книги заявок; принятие окончательного решения (или рекомендации совету директоров) о цене размещения, а также контроль над распределением акций среди инвесторов. Андеррайтер должен предоставлять комитету данные о складывающемся спросе на акции компании в период маркетинга и проведения дорожного шоу (road-show). Комитет должен иметь доступ к информации о получаемых заявках на акции компании, а также понимать значение и особенности различных видов заявок. Например, если бы в компании «Уралкалий» при совете директоров был создан комитет по цене размещения, то можно было бы избежать отмены IPO в последний момент перед выходом на биржу.

Расслабляться рано

Риски, возникшие после проведения IPO

После проведения IPO и размещения на бирже у компании появляются новые риски, подчас настолько значительные, что далеко не все эмитенты успешно справляются с ними. На западных рынках немало компаний, прошедших IPO, постепенно теряют статус публичности и проходят как добровольно, так и принудительно процедуру делистинга – удаление из котировальных списков биржи. По данным Федерального резервного банка Нью-Йорка, в течение первых семи лет после IPO эта процедура применяется более чем к 25% компаний. Причем вероятность сохранения компанией публичного статуса различается по отраслям и секторам экономики (см. рис. 4). Вероятность выживания через пять лет после IPO варьируется от 36% для сектора телефонных коммуникаций до 84% для сектора инженерных услуг. ■



Рис. 4. Вероятность сохранения компанией публичного статуса через пять лет после IPO в различных секторах экономики