IPO в современных условиях: возможности для компании

Дмитрий СКЛЯРОВ,
партнер, ADE Professional Solutions

Окончил Государственную академию управления в 1998 году. В течение пяти лет работал в компании PricewaterhouseCoopers (отдел аудита нефтегазовой отрасли) с такими клиентами, как РАО «ЕЭС России», ОАО «Газпром», ОАО «НК ЮКОС» и другие. В течение нескольких лет занимал руководящие финансовые должности в крупных российских и западных производственных компаниях (Vimetco Group, Alcoa, IMG Holding). Имеет опыт сопровождения компаний при подготовке отчетности по МСФО, в том числе в рамках процесса IPO, и сопровождения аудита данной отчетности компаниями «большой четверки» в России, Великобритании, Голландии и Кипре.

Является членом Ассоциации независимых директоров и представляет интересы Росимущества в советах директоров ряда промышленных предприятий РФ.

Александр ПЛЮСНИН,
младший менеджер, ADE Professional Solutions

Работает в компании ADE Professional Solutions с 2007 года. Имеет опыт сопровождения компаний при подготовке отчетности по МСФО и сопровождения аудита данной отчетности компаниями «большой четверки». Работал с компаниями таких отраслей, как электроэнергетика, производство алюминия, недвижимость, добыча полезных ископаемых, телекоммуникации и сельское хозяйство.

Закончил Российский государственный социальный университет в 2007 году.

В последние годы первичное размещение акций (IPO) становится все более популярным инструментом привлечения акционерного капитала в компанию. В настоящее время в России существует около 200 непубличных компаний с капитализацией более $500 млн. Для них основные сложности, связанные с IPO, обусловлены трудоемким и длительным процессом «внутренних изменений». Чтобы привлечь максимальное количество инвесторов, компаниям необходимо не только выполнять все требования биржевых рынков, но и уделять повышенное внимание «качеству» своих активов, так как наличие эффективного производства и современных технологий оценивается зачастую выше текущих финансовых результатов заемщика.

ПОЧЕМУ КОМПАНИИ ПРИНИМАЮТ РЕШЕНИЕ О ВЫХОДЕ НА IPO?

• Компания не может взять деньги в долг или найти дополнительных частных инвесторов. Например, у разработчиков программного обеспечения нет активов, которые могут быть использованы в качестве залога банкам.

• Компании нужно «поправить» свою структуру капитала.

• Инвесторы компании, такие как венчурные фонды, форсируют IPO, чтобы выйти из своей инвестиции.

• Основатели компании хотят «откэшиться», то есть продать свои акции, получить деньги за труды и уйти на пенсию (или заняться новым бизнесом).

• Контролирующий акционер хочет знать, «сколько он стоит», чтобы, например, понять, на каком месте он находится в списке Forbes.

Как у всякого инструмента, у IPO есть свои положительные и отрицательные сто-

роны, которые компании надо взвесить при принятии решения о выходе на новый рынок.

К преимуществам IPO можно отнести следующие:

1. Доступ к рынку капитала. Объем финансирования, который можно привлечь на достаточно ликвидной бирже (Лондонская, Гонконгская, Нью-Йоркская и прочие), значительно больше тех средств, которые можно получить от частных фондов. Более того, многие компании, проведя первичное размещение (IPO) и разместив от 5–10%, далее проводят вторичное размещение, получая дополнительные средства через биржу.

2. Распределение рисков между акционерами. Текущие акционеры компании смогут разделить риски с другими акционерами. Если предприятие непублично, то оно более беззащитно, например с точки зрения негативного воздействия со стороны государства, чем компания, которая является публичной и помимо основного акционера имеет в структуре миноритариев с именем. В данном случае высокая вероятность коллективных исков со стороны миноритариев снижает политические риски.

3. Справедливая оценка стоимости. В ходе процедуры IPO компания получает справедливую оценку своей стоимости (процедура due diligence и valuation). Данная цель обычно является побочной, но очень часто владельцы бизнеса после получения информации об оценке компании (обычно проводится инвестиционными банками – андеррайтерами) сравнивают ее с собственными ожиданиями. В последнее время мы наблюдали много несостоявшихся или отмененных российских IPO по причине того, что собственник оказывался недоволен оценкой бизнеса и принимал решение о переносе размещения.

4. Неограниченный срок поступления капитала. В данном случае, если компания привлекательна для инвесторов, то капитал можно привлекать, не ограничиваясь какими-то конкретными сроками (проводя периодические размещения на бирже). Долговое финансирование предполагает четкие сроки получения и возврата кредитных ресурсов.

5. Независимость от конкретного финансового института. Проведя IPO, компания не зависит от требований какого-либо инвестора. Единственное, что она должна четко соблюдать — требования «публичности». При использовании долгового финансирования бизнес подвергается определенному контролю и зачастую давлению со стороны одного инвестора или консорциума кредиторов, которое может проявляться в следующем:

- Обременение активов и акций компании.
- Наличие требований, связанных с поддержанием ряда финансовых коэффициентов на определенном уровне (ковенант). Например, требования к показателю покрытия расходов на проценты (interest cover ratio), отношению долга к капиталу, минимальному уровню EBITDA и прочее. Если компания нарушает данные финансовые требования, то велика вероятность наступления дефолта и истребования долга немедленно.

6. Крупное разовое поступление капитала (независимость от будущей экономической конъюнктуры). Данный плюс очевиден, если сравнивать с долговыми инструментами, привязанными к будущим рыночным показателям.

7. Независимость от административного ресурса (в сравнении с бюджетными средствами и государственными ссудами).

Кроме того, процедура IPO принесет компании нефинансовую выгоду в виде повышения репутации эмитента на рынке и роста престижа заемщика. Публичность компании означает, что в ней существуют:

- прозрачная юридическая структура;
- эффективное корпоративное управление и управление рисками;
- эффективные системы внутреннего контроля, а также системы противодействия мошенничеству;
- прозрачная, полная и достоверная финансовая отчетность.

Эти факторы значительно повышают репутацию и, соответственно, капитализацию (через мультипликатор) компании.

К отрицательным сторонам процесса IPO следует отнести следующее:

- **Высокие требования по раскрытию информации.** Серьезные биржи устанавливают достаточно жесткие требования в отношении раскрытия информации. Среди наиболее «чувствительных»: раскрытие конечного бенефициара, раскрытие некоторых количественных показателей, определенных рисков компании, коммерческих условий привлечения и размещения кредитных ресурсов.
- **Риск потери контроля.** Действующие акционеры компании могут потерять над ней контроль (совет директоров компании должен соблюдать интересы всех акционеров, а не только крупных).
- **Дороговизна IPO.** Сама процедура IPO связана с серьезными расходами на оптимизацию внутренней работы компании (автоматизация операционных процессов, подготовка отчетности по МСФО или US GAAP в

зависимости от площадки размещения), дополнительные услуги банкиров, консультантов, аудиторов, юристов, депозитария.

Анализируя готовность отечественных эмитентов к выходу на рынок IPO, можно констатировать, что в России практически нет компаний, отвечающих всем требованиям публичного рынка. Для эффективного выхода компании на фондовый рынок и проведения успешного IPO следует предпринять ряд подготовительных мероприятий по проведению «внутренних изменений» (мероприятий для целей соответствия компании требованиям рынка) и осуществлению «внешних изменений», которые заключаются в формировании на рынке позитивного восприятия выхода компании на IPO. Необходимые «внутренние изменения» не должны пугать акционеров компании, так как реструктуризация будет только способствовать улучшению финансово-экономических показателей компании и управленческих процессов.

Процесс проведения IPO включает следующие основные мероприятия:

1. Выбор площадки.

Данный выбор обусловлен следующими основными критериями:

- ликвидность биржевых площадок;
- требования биржи к раскрытию информации при регистрации проспекта эмиссии;
- стоимость процедуры регистрации;
- требования к отчетности инвесторов;
- требования к качеству корпоративного управления.

Наиболее популярными у российских инвесторов площадками являются Лондонская фондовая биржа (LSE) в Великобритании и ММВБ в России.

Основным преимуществом российских площадок являются более лояльные требования к отечественным эмитентам, а основным недостатком — низкая ликвидность (на российском рынке можно легко купить или продать акции лишь нескольких десятков крупных компаний). В результате большая часть российских эмитентов проводит IPO на зарубежных биржах ввиду их высокой ликвидности и высокой емкости рынков капитала.

Кроме основных площадок при биржах существуют альтернативные платформы, которые в основном предназначены для торговли акциями небольших компаний. В качестве примера таких площадок можно привести лондонскую AIM (Alternative Investment Market) или американский NASDAQ.

2. Подготовка компании в соответствии с требованиями рынка.

Данный этап ориентирован на «внутренние изменения» компании и обычно включает в себя следующие процедуры: формирование периодической финансовой отчетности как по РСБУ, так и по МСФО (US GAAP), внедрение процедур финансового контроля, планирования, бюджетирования, внутреннего аудита, проведение внешнего аудита финансовой отчетности, создание прозрачной юридической структуры организации компании. Как правило, для ускорения данных процессов российские компании прибегают к услугам внешних консультантов. Следует отметить, что в случае отказа компании от ранее запланированного IPO внедрение таких «внутренних систем» учета, контроля и планирования станет для нее полезным опытом, в частности если компания решит проводить IPO через некоторое время.

3. Выбор срока размещения.

Ошибка на данном этапе планирования может привести к тому, что компания не сможет реализовать свои акции по запланированным ценам. С другой стороны, выбор срока может быть обусловлен срочными потребностями компании в дополнительном капитале.

4. Выбор партнеров по проведению IPO:

- Выбор банка – организатора эмиссии (глобального координатора или букраннера). Для банка-организатора процесс IPO не менее важен, чем для компании: организатор не только не получит деньги, если сделка сорвется, но и серьезно подпортит свою репутацию. Неправильный выбор банка-организатора может привести к конфликту интересов в том случае, если финансовый институт намерен приобрести акции компании.
- Выбор юристов компании, необходимых для проведения юридического due diligence.
- Выбор внешних аудиторов, необходимых для проверки и подтверждения финансовой отчетности и due diligence.
- Выбор консультантов (например, пиар-агентства для создания положительного имиджа компании и проведения маркетинговых процедур).

5. На следующем этапе компания должна будет определиться со структурой размещения: форма размещения, процент (доля) акций размещения, процент (доля) новой эмиссии от общего

размещения. Выбор формы размещения обычно зависит от площадки. На российских биржах акции торгуются в виде акций, а на зарубежных — в виде депозитарных расписок. Существует два основных вида расписок: ADR (American Depositary Receipts, американские депозитарные расписки) и GDR (Global Depositary Receipts, глобальные депозитарные расписки). Количество акций, которое компания планирует разместить, определяет ликвидность бумаг в будущем. Для крупных компаний выпуск обычно составляет не менее 20% от общего количества акций компании.

6. Проведение due diligence (полной юридической и финансовой экспертизы). Данный процесс, как правило, разбивается на следующие основные компоненты: business due diligence (проверка бизнес-модели компании, обоснованность прогнозов и данных по росту рынка), юридический due diligence (проверка юридической структуры компании, отсутствие значимых судебных процессов и других юридических рисков), финансовый due diligence (аудит финансовой отчетности за последние три года). Финальной стадией данного процесса должен стать выпуск проспекта эмиссии.

7. Проспект эмиссии — это официальный документ, который подается на регистрацию в специальные органы, контролирующие работу рынка ценных бумаг. В России это Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), в Великобритании — UK Listing Agency (Управление по листингу), в США — Securities and Exchange Commission (SEC, Комиссия по биржам и ценным бумагам).

В зависимости от ранее выбранной площадки размещения проспект эмиссии должен содержать следующую информацию:

- данные о бизнесе и отраслевой принадлежности компании;
- данные о юридической структуре компании;
- финансовая отчетность компании;
- данные о выпуске — количество выпускаемых акций, количество первичных акций, форма выпуска, описание порядка проведения выпуска;
- цена выпуска.

8. Маркетинговые мероприятия для целей IPO — представляют собой презентации для инвестиционных банкиров и аналитиков. Основным отличием презентации для аналитиков от презентации для инвестиционных банкиров является то, что на основании данного маркетингового мероприятия аналитики банков-организаторов выпускают аналитические отчеты в процессе маркетинга IPO, которые затем передаются потенциальным инвесторам. Эти отчеты являются ключевыми при определении цены и количества акций, которые инвесторы захотят выкупить. Заключительным этапом маркетинговых процедур является road show, в ходе которого топ-менеджеры компании-эмитента лично представляют свою компанию инвесторам с целью получения от инвесторов заявок на покупку акций (заявка содержит информацию о цене и количестве акций, которое инвестор намерен приобрести). После формирования книги заявок руководство компании принимает финальное решение о проведении IPO или отказе от него.

Как было сказано ранее, процесс подготовки к IPO является для компании и ее руководства очень сильным стимулом к повышению эффективности бизнес-процессов и росту капитализации. Наиболее распространенным методом оценки стоимости бизнеса является метод multiplies, при котором стоимость бизнеса считается как консолидированная EBITDA, умноженная на мультипликатор. Очень часто менеджмент компании концентрирует все свои усилия на повышении показателя EBITDA, забывая о показателе мультипликатора. Мультипликатор отражает прежде всего степень доверия инвестора к компании при наличии следующих факторов:

- понятная система внутрикорпоративного управления;
- внятная и описанная стратегия, финансовая модель компании;
- система мотивации, завязанная на стратегию;
- современная система управления рисками и внутреннего контроля;
- современные органы управления компании и понятная юридическая структура;
- отчетность по МСФО.

Примером выигрыша на мультипликаторе является слияние «Уралкалия» и «Сильвинита». Обе компании относятся к одной и той же отрасли и производят одинаковую продукцию. «Сильвинит» по своим финансовым и операционным показателям превосходит «Уралкалий». Однако при слиянии оценки бизнесов различались более чем в два раза — акционеры «Сильвинита» получили всего 39% объединенной компании, несмотря на больший размер своего бизнеса. Основная причина потерь акционеров «Сильвинита» — непрозрачность компании и, соответственно, проигрыш в размере мультипликатора.