Новые практики на российских equity-сделках

Сергей ВОЛКОВ,
партнер, White Square

Евгения ШАЙМУХАМЕТОВА,
юрист, White Square

Последние сделки на equity-рынке позволяют говорить о формировании новых закономерностей. Положительная тенденция выхода компаний на публичный рынок влечет за собой ряд вопросов. На некоторые из них ответ лишь предстоит найти в будущей практике. В рамках настоящей статьи мы предлагаем обратить внимание на эти вопросы.

Часть эмитентов, которые изначально рассматривали прямой листинг как способ выхода на биржу, в итоге выбрали классический путь

НАБЛЮДАЕМЫЕ ТРЕНДЫ

В 2023 году мы наблюдали относительно небольшие размеры сделок: предельный размер размещения по разным оценкам составил до 11–13 млрд рублей, «среднестатистические» сделки компаний средней и большой капитализации по размеру составляли до 3–4 млрд рублей. С одной стороны, бесконечно радует высокий уровень интереса к рынку акций со стороны эмитентов и инвесторов. С другой стороны, «малая глубина» рынка является причиной смещения фокуса на компании средней и малой капитализации, инвестиции в которые имеют менее прогнозируемый риск.

Также среди трендов можно выделить следующие:

- *высокий интерес к IT-отрасли*

IT-компании являются одними из главнейших бенефициаров импортозамещения и технологического суверенитета, их продукция и услуги пользуются государственной поддержкой и являются предметом постоянно растущего спроса со стороны частных и публичных игроков.

- *до биржи наконец дошли компании из сектора микрофинансов*

На данный момент до конца не ясно отношение рынка и регуляторов к качеству таких эмитентов и их сделок. По крайней мере по состоянию на текущий момент мы не видим листинг таких эмитентов в котировальных списках даже в отношении игроков среднего эшелона. Вместе с тем по собственной практике мы наблюдаем, что этот сектор очень неоднородный и мерить все микрофинансовые организации одним лекалом с точки зрения рискметрик и инвестиционного качества сделок было бы несправедливо. Мы убеждены, что успешные кейсы только увеличат интерес эмитентов микрокредитного, коллекторского, ломбардного и прочего подобного профиля к размещению акций на бирже.

- *прямой листинг используется, но не слишком часто*

По модели прямого листинга в прошлом году разместилась компания «КарМани», но мы не можем говорить, что есть тренд на увеличение количества сделок

без собственно публичного предложения. Даже наоборот, мы понимаем, что часть эмитентов, которые изначально рассматривали прямой листинг как способ выхода на биржу, в итоге выбрали классический путь. Мы считаем, что это правильно.

РОССИЙСКИЙ ПРОСПЕКТ

Ряд сделок показали определенные пробелы в документации, которая необходима в соответствии с нормативными требованиями или устоявшейся практикой. Так, публичные предложения, которые не предполагают дополнительную эмиссию по открытой подписке, не требуют регистрации проспекта. В результате этого IPO компаний, которые давно приобрели публичный статус, SPO по модели cash-out проводятся без проспекта.

В связи с этим отсутствует актуальная информация об эмитенте, рисках приобретения акций, порядке приобретения в едином документе. Это затрудняет для розничных инвесторов процесс анализа эмитентов и, как следствие, принятия инвестиционных решений. При этом презентации для инвесторов не могут в полной мере заменить юридические документы.

Выходом из этой ситуации может стать практика составления и публикации меморандумов, которые содержат полную и существенную информации об эмитенте и сделке.

Другая проблема российского проспекта заключается в том, что он быстро утрачивает актуальность. Между утверждением проспекта и стартом маркетинга акций может пройти около двух месяцев. За этот период эмитент может опубликовать новую отчетность, совершить ряд крупных M&A-сделок. Существенная для инвесторов информация не отражена в проспекте, и он не может быть в полной мере использован для маркетинга. Для решения этой проблемы в преддверии сделки эмитенты могут обновлять проспект путем утверждения изменений, которые не подлежат регистрации Банком России.

Между утверждением проспекта и стартом маркетинга акций может пройти около двух месяцев

ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ И АЛЛОКАЦИЯ

Сделки прошлого года продолжали характеризоваться большим количеством частных инвесторов — домохозяйств и физических лиц. Несмотря на то что в наиболее значимых сделках мы стали наблюдать существенный институциональный спрос, есть все шансы на то, чтобы розничный инвестор сохранял определяющее значение в спросе в обозримом будущем.

Данное обстоятельство влияет на такие вопросы, как ценообразование и принципы аллокации. Наименее организованное большинство инвесторов вряд ли может эффективно влиять на данные параметры. Наоборот, на практике розничные инвесторы в общей массе своим рублем голосуют за полную свободу усмотрения эмитента и его акционеров в этих вопросах. Вопрос о том, насколько данное обстоятельство справедливо, насколько оно отражает баланс интересов участников рынка акций, насколько оно нуждается в дополнительном императивном регулировании, в настоящее время является предметом дискуссии. Вместе с тем с правовой точки зрения мы можем отметить только то, что вопросы ценообразования и аллокации подвержены только самому общему нормативному регулированию. Мы имеем в виду нормы законодательства о ценных бумагах и акционерных обществах о том, что размещение первичных акций должно производиться по рыночной стоимости (в отношении вторичных акций таких ограничений нет), и то, что при открытой подписке на новые акции условия размещения могут предусматривать выбор инвесторов из книги заявок по усмотрению эмитента (в отношении вторичных акций опять же аналогичных ограничений нет).

LOCK-UP И СТАБИЛИЗАЦИЯ

Стабилизация и lock-up для мажоритария являются обязательными атрибутами хорошего IPO. При этом инвесторам виден только результат этой подготовки и структурирования. Несмотря на то что стабилизация использовалась в большинстве последних сделок, остаются вопросы, связанные с юридическим оформлением стабилизации. В то же время lock-up период для акционеров является более простым с точки зрения структурирования, однако содержит много неопределенности в отношении последствий его нарушения. Lock-up обеспечивает интересы инвесторов: мажоритарий или группа ключевых акционеров обязуются не продавать акции, что в противном случае могло бы привести к снижению цены на акции. Если же акционеры нарушают свои обязательства, каким образом инвесторы, купившие акции на IPO, вправе защитить свои права? Могут ли они взыскать убытки в размере разницы цены акции на момент IPO и после нарушения обязательств? Возникают также сомнения в том, заинтересованы ли в этом розничные инвесторы, обладающие крайне незначительными пакетами акций. Если же стороной lock-up соглашения является банк-организатор, сможет ли он доказать убытки, если он непосредственно не владеет акциями? Эти вопросы возникают из-за короткой практики оформления lock-up

соглашений по российскому праву. Мы надеемся, что эти вопросы не будут актуальными для российских инвесторов. Однако отсутствие четких ответов на них разрушает ту гарантию, которую призван обеспечить lock-up.

НАСТРОЙКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Масштаб бизнеса зачастую определяет уровень корпоративного управления в компании. Управление небольшими бизнесами фокусируется в основном на операционных вопросах, а стратегические вопросы принимаются на уровне собственников и высшего руководства без формализованного коллегиального процесса.

Требования листинга одинаковы для всех вне зависимости от уровня котировального списка, однако на практике может существенно различаться качество отдельных элементов корпоративного управления в части их регламентов и бизнес-процессов. В рамках листинга и публичности существенное значение имеют следующие компоненты:

- совет директоров, включающий независимых представителей и профильные комитеты;
- корпоративный секретарь;
- аудит;
- комплаенс / управление рисками;
- раскрытие информации;
- инсайд;
- дивидендная политика.

В примерах, когда эти функции вводятся как ответ на требования регуляторов к публичными компаниям, зачастую имеет место внешняя составляющая, то есть данные компоненты по факту в начале пути не обеспечивают стратегические задачи компании, имеет место дезинтеграция с основным производственным процессом и неорганичная работа. В таких случаях компании набирают опыт корпоративного управления методом проб и собственных ошибок. Результат не всегда безболезненный и не всегда эффективный. В частности, часто встречается подход, при котором на уровне эмитента, выполняющего функции холдинга, элементы корпоративного управления формально внедрены в соответствии со всеми требованиями. Но по факту на уровне операционных «дочек» полномочия органов и должностных лиц головной компании не «дотягиваются» до рабочих единиц.

ИНСАЙДЕРСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ

После того как акции или облигации компании стали допущены к биржевым торгам, компания обязана соблюдать требования в части инсайдерской информации. Законодательство в этой области характеризуется определенными противоречиями. Основной проблемой, на наш взгляд, является регулирование совершения сделок инсайдерами. Выбор конкретных правил и процедур в этой части законодатель оставляет на усмотрение эмитентов, российские биржи не выпускали каких-либо требований или рекомендаций.

Лучшей практикой является закрепление lock-up периодов (мораториев), в течение которых инсайдерам, имеющим доступ к еще не раскрытой информации, запрещено совершение сделок с ценными бумагами, например в период подготовки финансовой отчетности. Эмитенты, чьи бумаги торгуются или торговались на иностранных биржах, придерживались этих лучших практик и устанавливали такие моратории. Однако среди исключительно российских эмитентов есть примеры, когда их внутренние положения не содержат lock-up периодов для различных категорий инсайдеров.

Следующей проблемой, с которой сталкиваются компании на этапе реализации требований законодательства об инсайдерской информации, является определение списка инсайдеров эмитента. Перечень инсайдеров, закрепленный законом, не включает всех лиц, которые фактически имеют доступ к инсайдерской информации. Поэтому, например, эмитент должны самостоятельно определить всех работников группы компаний, имеющих доступ к инсайдерской информации, и заключить с ними NDA. Такое оформление отношений позволит включать их в список инсайдеров.

ОПЦИОННАЯ ПРОГРАММА ДЛЯ ПУБЛИЧНЫХ ОБЩЕСТВ

Один из наиболее популярных вопросов перед публичной сделкой — структурирование опционной программы. Некоторые IT-компании выходят на рынок с главной целью — создать опционные программы для повышения своей привлекательности в борьбе за квалифицированные кадры. В результате эмитенту нужно успеть до сделки подготовить пакет вторичных акций либо провести допэмиссию. Российское законодательство не позволяет структурировать более «элегантное» решение. При этом уже после IPO вариант с допэмиссией становится еще более затруднительным, поскольку эмитент должен привлекать финансирование для размещения акций. Вопрос структурирования опционных программ в России требует самостоятельного обсуждения. Мы ожидаем, что с учетом редомициляций IT-холдингов и накопившегося запроса законодатель создаст возможность упрощенной эмиссии опционных акций.

Стабилизация и lock-up для мажоритария являются обязательными атрибутами хорошего IPO