

▲ ПУБЛИЧНАЯ КОМПАНИЯ



Бычков О.В.

Партнер, АБ ЕМПП



Кравцов С.А.

Директор по юридическим вопросам, BT Advisors

УСПЕШНОЕ
ИПО
и последующая жизнь
КОМПАНИИ

Успешное IPO и последующая жизнь компании

В одной из предыдущих статей журнала¹ мы описывали процесс подготовки компании к IPO и указывали, что до и после IPO компания живет двумя разными жизнями. Отличия действительно очень существенны. Возможности компании по привлечению капитала существенно расширяются, наступает некая «зрелость» бизнеса, а в комплекте с ней приходит и повышенная ответственность. В целом, можно сказать, что проведение IPO является своеобразным тестом на зрелость и здоровую амбициозность компании.

В рамках данной статьи мы постараемся ответить на часто возникающий вопрос компаний о том, что является критериями успеха для компании при проведении IPO, и опишем, каких существенных изменений в правовом поле следует ожидать после проведения IPO.

Оценка успешности проведенного IPO

Рассмотрим цену размещения, котировки на следующий день или долгосрочный рост бумаг, а также вопрос капитализации бизнесов.

¹ Бычков О.В., Лайер И.Ф. Как подготовить компанию к IPO // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2018. № 3 (166). С. 68—74.

Исходя из нашего общения с собственниками бизнеса, в их понимании зачастую успешность IPO хочется привязать к количеству денежных средств, которые привлек бизнес в рамках IPO. Для многих собственников бизнеса, не проходивших процесс IPO ранее, успешность IPO может определяться тем, по какой границе ценового коридора (верхней или нижней) прошло размещение. Более того, зачастую вознаграждение организаторов IPO зависит от объема привлеченных средств. Отчасти это действительно так, ведь именно граница, по которой было заявлено и по которой прошло размещение, показывает, какой объем средств получит бизнес. Если книга в рамках IPO переподписана (спрос превышает предложение), очевидно, что размещение, скорее всего, пройдет по верхней границе ценового коридора. Но в долгосрочной перспективе фактором успеха для компании является направленность движения стоимости размещенных акций после IPO. Если стоимость бумаг компании после IPO будут расти или, по крайней мере, они будут торговаться по стабильно высокой цене, IPO можно будет считать успешным для компании.

Говоря о высокой цене размещения бумаг, следует отметить, что за редким исключением² признаком хорошего размещения является отсутствие как существенного падения, так и существенного роста цен бумаг на следующий день после IPO. Кратный рост цены бумаг сразу после размещения, если такой рост не вызван внешними событиями, которые нельзя было предсказать в процессе размещения, показывает не совсем адекватную работу компании, ее консультантов как в отношении определения ценового коридора для размещения, так и непосредственно размещения акций. Более

того, любой существенный скачок в цене размещенных бумаг может привлечь интерес регулятора и к сделкам по размещению в рамках IPO, и к последующим сделкам с точки зрения оценки действий участников IPO как действий, содержащих в себе манипулирование рынком и (или) нарушение правил работы с инсайдерской информацией.

▲ *На наш взгляд, более грамотным для акционеров и для компании может являться подход, направленный на долгосрочный горизонт планирования. Стабильно растущая стоимость ценных бумаг (то есть бизнеса) позволит использовать акции компании для таких вещей, как, например, привлечение финансирования под залог бумаг компании, а также привлечет в компанию стратегических инвесторов, заинтересованных в росте компании.*

Таким образом, долгосрочный подход более выгоден как для компании, так и для ее акционеров.

Кроме того, стоит также отметить, что, поскольку в рамках IPO, особенно если мы говорим о классическом IPO, используются механизмы стабилизации (brownshoe, greenshoe, reversegreenshoe и т.п.), в ряде случаев снижение стоимости акций ниже определенного порога может привести к обязанности основателей компании выкупить акции у андеррайтеров. Соответственно, принятие в расчет упомянутой долгосрочной перспективы позволит минимизировать потенциальные расходы/доходы компаний, их акционеров, если в сделке IPO используются механизмы стабилизации.

Если мы говорим о конкурентном рынке, где так или иначе присутствуют конкурирующие бизнесы (на том же товарном рынке или на схожем), показателем

² Например, размещение TheGlobe.com, которое показало рост в 300% в первый день торгов после IPO.

Таблица 1. Механизмы стабилизации

Green-shoe (over-allotment option)	Brown-shoe, Reverse green shoe
<p>Механизм стабилизации, предусматривающий дополнительный опцион у андеррайтеров на приобретение акций у основателей компаний. Традиционно используется, если спрос существенно превышает прогнозы инвест-банков. Традиционно, размер опциона банков не превышает 15 % от размера выпуска (хороший сценарий, цена растет)</p>	<p>Механизмы стабилизации, предусматривающий возможность выкупа с рынка и продажи акций эмитенту, или специально созданную компанию или иную компанию (плохой сценарий, цена падает)</p>

успешности IPO также является относительная сравнимость оценки стоимости компании (бизнеса) с конкурентами. Успех начинается как минимум со схожей оценки, и чем выше оценка эмитента, который провел IPO, относительно его конкурентов, тем больше можно говорить об успехе.

В целом, по прошествии 30 дней после проведения IPO уже можно рассчитать более-менее адекватную капитализацию компании, когда любой ажиотаж, в случае его наличия, уже спал. Подходы, используемые для расчета капитализации, разнятся в зависимости от сектора, в котором работает компания. Для индустриального сектора мультипликаторы могут учитывать стоимость компании и EBITDA или денежный поток, для финансового сектора более предпочтительной может быть стоимость компании к стоимости, отраженной в отчетности. Конкретные показатели, как уже было сказано, и подходы к оценке варьируются. Если принимать во внимание этот критерий, то рост стоимости акций компании в первый день после IPO может быть существенным, однако, если после этого взглянуть на капитализацию компании исходя из более длительного срока, IPO может оказаться не совсем удачной историей, если в итоге по сравнению с конкурентами компания будет проигрывать в капитализации.

Резюмируя, можно сказать, что **для оценки успешности IPO компания, помимо объема привлеченных денежных средств, может ориентироваться на следующие ключевые показатели:**

- цена бумаг на следующий день после IPO;
- цена бумаг в долгосрочной перспективе. В нашем понимании, по-настоящему хорошей медианой будет являться рост около 20% от цены размещения в течение первых 30 дней и последующая стабилизация цены бумаг;
- соотносимость капитализации бизнеса компании, прошедшей через IPO, с капитализацией конкурентов.

Юридические аспекты жизни после IPO

С прохождением IPO и для компании, и для бизнеса в целом меняется очень многое. Если попытаться взглянуть на процессы изменения в масштабируемом виде, **можно выделить следующие ключевые блоки, которые существенным образом меняются вместе с прохождением IPO** (см. схему 1).

Схема 1. На что влияет IPO?



Наша практика показывает, что к этим изменениям желательно подготовиться заранее. Конкретные изменения во многом зависят от площадки, на которой листингуются ценные бумаги при размещении, поскольку ряд требований связаны именно с площадкой и соответствующим котировальным списком, в который допускаются ценные бумаги компании. В рамках данной статьи мы остановимся на требованиях российского законодательства и ММВБ. Формальные требования каждый читатель сможет найти на сайте Биржи³.

Делистинг как осознанное действие и как риск

Обратной стороной листинга компаний является, конечно же, возможный делистинг. Бывает полный или частичный делистинг. Частичный делистинг возможен в силу желания менеджмента (акционеров) консолидировать торговлю и, соответственно, повысить ликвидность инструмента посредством его обращения

на одной площадке, в силу чего компания может осуществить делистинг с одной площадки и остаться на другой, например, выкупив (прекратив) обращение GDR (ADR) и оставив в обращении акции.

Делистинг (i) либо происходит автоматически, по решению биржи, в силу невыполнения компанией требований законодательства и (или) биржи, (ii) либо осуществляется добровольно по инициативе акционеров компаний.

Подходить к делистингу стоит аккуратно, поскольку в большинстве случаев ковенанты компании в договорах займа, кредитных соглашениях, иных обязательствах привязываются: (i) к факту наличия листинга ценных бумаг на торговых площадках и (или) (ii) капитализации компании, рассчитанной исходя из котировок ее ценных бумаг. Соответственно, в случае делистинга или падения капитализации компании, исходя из котировок на бирже, возможно срабатывание ковенант, что может повлечь за собой эффект карточного домика, и компания может уйти в банкротство, не исполнив свои обя-

³ <https://www.moex.com/a2584>.

зательства, которые предъявлены ее кредиторами досрочно.

Если взглянуть на исторические данные, то можно увидеть, что во время спада экономики и экономических кризисов ряд компаний выбирают делистинг⁴. Это происходит в силу того, что компании желают уйти из публичного поля, чтобы их капитализация и, соответственно, весь бизнес не были настолько прозрачны для третьих лиц. Представьте себе ситуацию, когда котировки разных компаний рушатся, рушится весь фондовый рынок, и это влечет за собой падение котировок непосредственно компании, хотя, вполне возможно, что ее бизнес пока чувствует себя вполне хорошо. Следующим шагом (после падения котировок) будет срабатывание ковенант со всеми вытекающими из этого последствиями, описанными выше. Поэтому, несмотря на все преимущества открытости, в ряде случаев пережить непростые времена проще, не раскрывая свои показатели и не привязывая сроки исполнения своих обязательств к показателям, находящимся вне контроля компании.

Соответственно, перед принятием решения о делистинге важно детально проанализировать как прямые, так и косвенные юридические последствия такого решения для компании. Последствиями инициирования вопроса о делистинге, помимо возможного срабатывания ковенант в рамках различных обязательств эмитента, его группы компаний, являются:

- появление права голоса у акционеров — владельцев привилегированных акций при голосовании по вопро-

су прекращения публичного статуса (делистинга)⁵;

- возможное предъявление требований о выкупе ценных бумаг эмитента его акционерами⁶.

При этом очевидно, что, помимо добровольного делистинга, может произойти делистинг по инициативе биржи. Последствия такого делистинга пока не урегулированы в рамках действующего законодательства, то есть ситуация, при которой ценные бумаги не обращаются, но общество продолжает существовать в статусе публичного акционерного общества, вполне возможна. При этом неясно, смогут ли акционеры в таком случае требовать принудительного выкупа своих акций.

Детальная отчетность

Одно из требований в рамках листинга (для первого и второго котировальных списков) — необходимость подготовки и раскрытия отчетности, подготовленной в соответствии с требованиями МСФО либо иными международно-признанными стандартами отчетности. Несмотря на то что требования о необходимости подготовки отчетности МСФО для многих компаний — данность времени, а где-то и требования законодательства (например, для кредитных учреждений), тем не менее, для ряда потенциальных эмитентов подготовка отчетности МСФО — это необходимость, связанная больше с поддержанием листинга, нежели объективная необходимость внутри.

4 «Нордголд» (<https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/02/09/676830-nordgold-delisting>); «Фармстандарт» (<https://www.vedomosti.ru/business/news/2017/01/31/675613-aksioneri-farmstandarta>); «Уралкалий» (<http://www.vestifinance.ru/articles/93497>); Группа компаний ПИК (выкуп GDR) (<http://www.vestifinance.ru/articles/83115>).

5 Для принятия решения по вопросу прекращения публичного статуса и делистинга требуется 95% голосов всех акционеров — владельцев акций общества всех категорий (п. 3 ст. 7.2 Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»).

6 Пункты 3–4 ст. 7.2 Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

Раскрытие информации

Пройдя IPO, компания, ее акционеры, менеджмент заходят на новую территорию, во многом открытую для третьих лиц в связи с появлением требований о необходимости раскрытия информации о деятельности компании, ее аффилированных лицах на постоянной основе. Требования к раскрытию зависят от императивных норм законодательства и требований соответствующей биржи, на которой в последующем осуществляется обращение ценных бумаг. В российском контексте ключевые требования о раскрытии установлены Законом о рынке ценных бумаг⁷ и Положением о раскрытии⁸.

Базово компании придется раскрыть информацию в виде⁹:

- ежеквартальных отчетов;
- отчетности, в т.ч. консолидированной отчетности (в случае ее наличия);
- сообщений о существенных фактах.

Перечень сообщений о существенных фактах является открытым: любая информация, которая может повлиять на стоимость ценных бумаг эмитента, должна быть раскрыта. При этом по умолчанию нормативные требования уже содержат более 50 видов фактов, подлежащих раскрытию: от проведения заседаний органов управления до одобрения и (или) совершения различных сделок. Дополнительно к этому отдельные требования по раскрытию устанавливаются Биржей, которая, например, совсем недавно выпустила отдельное руководство для эмитентов по раскрытию информации

в проспекте ценных бумаг¹⁰. Нарушение требований о раскрытии влечет за собой не только санкции, предусмотренные нормативно как для должностных лиц, так и для самих компаний, но и возможное предъявление требований о возмещении убытков со стороны инвесторов. Жизнь после IPO с точки зрения раскрытия — это целая новая страница, к которой компании (эмитенту) желательно подготовиться заранее.

Корпоративное управление

В отношении корпоративного управления компании, прошедшей IPO, требования зависят от биржи и котировального списка, в который включены ценные бумаги компании. Чем выше список, тем более серьезные требования предъявляются к корпоративному управлению компании. Один из ключевых критериев, который будет необходимо соблюсти, — это требование о наличии в составе совета директоров компании независимых директоров. При этом в последнее время мы замечаем, что тренд в этом отношении ужесточается и соответствующее решение относительно того, можно ли признать соответствующего директора независимым, принимается Биржей индивидуально в каждом конкретном случае. Нарушение требований относительно количества независимых директоров может повлечь за собой снижение котировального списка, в котором обращаются ценные бумаги компании, либо делистинг таких ценных бумаг полностью, с соответствующими последствиями.

Помимо требований к независимым директорам устанавливаются дополнительные требования, исходя из best

7 Федеральный закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

8 Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг № 454-П, утвержденное ЦБ РФ 30 декабря 2014 г.

9 Мы не говорим здесь о необходимости раскрытия информации в проспекте ценных бумаг, поскольку это раскрытие предшествует IPO.

10 <https://fs.moex.com/files/15856/25735>.

practices в отношении корпоративного управления:

- наличие комитета совета директоров по вознаграждению;
- формирование комитета совета директоров по аудиту;
- функционирование комитета совета директоров по номинированию;
- соответствие и следование принятому или рекомендованному кодексу корпоративного управления.

Все эти требования, по большому счету, направлены на повышение прозрачности и эффективности деятельности компании, которая провела IPO.

Инсайдерская информация

К публичной компании, чьи ценные бумаги обращаются на бирже, также применяются все ограничения и нормы относительно инсайдерской торговли и манипулирования на рынке ценных бумаг¹¹. Указанные нормы распространяются на лиц, которым доступна информация, не доступная публично и полученная ограниченным кругом лиц в силу специального положения указанных лиц (должностные лица, члены органов управления, непосредственно эмитент и т.п.). Применение указанных положений означает формирование целого пласта ограничительных (red-tape) положений, которому должны следовать лица, получающие информацию о деятельности общества и использующие ее как в рамках торговли инструментами компании (ее группы лиц), так

и в рамках собственной деятельности с третьими лицами.

Поддержание объемов торгов акций. Для эмитентов, чьи акции включены в котировальные списки, также может возникнуть необходимость соблюсти требования относительно минимального объема торгов либо наличия договора о реализации функций маркет-мейкера. Это требование по сути означает, что для поддержания в соответствующем котировальном списке акций эмитента необходим регулярный спрос со стороны участников рынка ценных бумаг (акции должны быть ликвидны).

В рамках данной статьи сложно описать все последствия прохождения IPO и становления публичной компании, поскольку объем статьи ограничен. Мы постарались описать лишь ключевые аспекты последствий прохождения IPO и приобретения публичного статуса достаточно широкими мазками, не охватив, например, ограничения на отчуждение акций собственниками компании в течение определенного периода после проведения IPO (lock-up period).

Каждая компания и ее собственники принимают собственное решение, как они хотели бы жить и взаимодействовать со своими инвесторами: для одних случаев публичность просто необходима, для других она не нужна. Происходящие глобальные изменения в мире, в том числе возникновение санкционной истории, также непосредственно влияет на желания и возможности компаний и их акционеров становиться публичными, то есть открытыми, и брать на себя дополнительные обязательства в рамках дальнейшего строительства бизнеса. Главное — взвесить все риски до принятия решения о проведении IPO.

АО*

¹¹ Соответствующие основы заложены в Федеральном законе от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также Указанием ЦБ РФ от 11.09.2014 № 3379-У «О перечне инсайдерской информации лиц <...>».