

5 июля 2008 года

Михаил Матовников,
генеральный директор ЗАО "Интерфакс Бизнес Сервис"

КАК БОРОТЬСЯ С SHORT SELLING?

Компания столкнулась с длительным и глубоким снижением капитализации или со значительным отставанием акций от индекса. Возможно, эти проблемы не в последнюю очередь связаны с активностью спекулянтов, вовлеченных в короткие продажи (продажи без покрытия) акций компании, что оказывает значительное негативное влияние на капитализацию.

Что может сделать компания, чтобы изменить ситуацию?

Ситуация

Начиная с 4 квартала 2007 года, игроки на понижение проявляют высокую активность по отношению к ценным бумагам emerging markets. Более того, «короткие» продажи (продажи без покрытия) этих ценных бумаг оставались высокими даже во время падения стоимости акций в первом квартале 2008 года, вызванного кризисом ликвидности.

Недостаток ликвидности, как правило, является следствием слабого интереса со стороны институциональных инвесторов, которые, неся ответственность перед своими клиентами за защиту их активов, в периоды экономической нестабильности предпочитают продавать акции и хранить доверенные им активы на наличных счетах. Такие операции иногда называют «отодвиганием активов на задний план» (“moving assets to the sideline”).

Нехватка инвестиций неизбежно влечет за собой снижение общего объема торгов. Сокращение ликвидности вынуждает брокеров покупать акции, используя заявки на продажу (sell orders). Активность брокеров и перенасыщенность рынка операциями по продаже приводят к тому, что стоимость акций продолжает падать. Рынок будет оставаться «медвежьим», пока не возобновится интерес со стороны институциональных инвесторов, что позволит увеличить число операций по покупке и благоприятно отразится на повышении стоимости акций.

Если трейдеры осознают, что интерес институциональных инвесторов ослаб, они начинают играть на понижение, что позволяет предотвратить краткосрочные убытки, которые могут понести брокеры или трейдеры.

В связи с растущей обеспокоенностью общественности относительно текущего состояния рынка кредитов и мировой экономики в целом, институциональные инвесторы стараются ограничить свои риски, продавая депозитарные расписки (GDR и ADR) на акции компаний с развивающихся рынков. Как уже отмечалось, эта распродажа, ставшая следствием недостаточного интереса со стороны инвесторов, заставила трейдеров инициировать как длинные, так и короткие позиции. В конечном итоге, даже существенный рост покупательной активности на рынке лишь сократит объем продаж без покрытия (коротких продаж).

Чем опасны хедж-фонды?

Хедж-фонды (hedge fund) заметно отличаются от традиционных паевых фондов (mutual fund). Главное отличие с точки зрения компании – это принципиально иная политика инвестирования и низкий уровень информационной открытости.

Инвестиционная политика паевых фондов регламентирована законодательством. По большому счету, единственная инвестиционная операция паевого фонда – это покупка или

продажа ценной бумаги компании за счет средств инвесторов. Хеджевые фонды в этом отношении радикально отличаются.

Само название "хедж-фонд" происходит от одной из первых разработанных операций хеджирования дохода инвестора: фонд среди всех компаний сектора выбирает "лучшую" и "худшую" компанию – и покупает акции "лучшей" компании, одновременно занимая короткую позицию на ту же сумму по акциям "худшей" компании.

В результате когда рынок растет, акции фаворита растут быстрее – растет и доход инвестора, а когда рынок падает, акции аутсайдера падают быстрее – а доход инвестора опять растет вне зависимости от динамики рынка. В этом собственно и состоит простейшая стратегия хеджирования.

Разнообразие стратегий хедж-фондов очень велико, при этом многие хеджевые стратегии очень опасны для компании, так как рассчитаны на падение, а не рост капитализации

Важно понимать, что с точки зрения инвестора "худшая" компания – вовсе не обязательно компания с худшими позициями в своем секторе, "худшая" компания – это компания с наименьшими перспективами роста курса акций.

Естественно, если значительное число инвесторов начинают играть в эти игры с ценными бумагами компании, акции "фаворита" усиливают рост, а акции "аутсайдера" падают еще сильнее.

Схема хеджевой покупки и продажи акций – вовсе не что-то из западной практики, не касающееся напрямую российских компаний. Осенью 2007 года именно продажа "в короткую" акций ВТБ и покупка "в длинную" Сбербанки определила значительное расхождение акций двух банков, при том, что с фундаментальной точки зрения ВТБ совсем не сильно пострадал от мирового кризиса ликвидности. Такая стратегия могла принести инвесторам за июнь-ноябрь 2007 года почти 40%, при том, что индекс РТС за этот период вырос всего на 25%, акции Сбербанка выросли – еще меньше – на 19%, а акции ВТБ и вовсе упали на те же 19%.

Стоит сказать, что подобного рода операциями активно занимаются и сами инвестиционные банки при инвестировании собственных средств (в отличие от управляемых ими же паевых фондов).

Схема коротких продаж имеет начало и конец, поэтому массовое закрытие коротких и длинных позиций грозит ухудшением динамики котировок акций уже "фавориту" предыдущего периода, в то время, как акции бывшего "аутсайдера", напротив, растут. Похоже, что в декабре как раз произошел разворот тренда: акции Сбербанка заметно отстали от индекса, а акции ВТБ, напротив, резко выросли.

Как стать жертвой коротких продаж?

Для того, чтобы компания могла стать жертвой подобной атаки должны сложиться несколько условий, каждое из которых является важным:

- У компании должен быть прямой конкурент в отрасли, чтобы обеспечить коррелированное движение акций в рамках сектора.
То есть компания, являющаяся единственным эмитентом в отрасли, вряд ли станет жертвой такой атаки.
- У аналитиков и инвесторов должно сложиться устойчивое представление, что акций одной компании в ближайшие несколько месяцев будут расти медленнее, чем у другой.
Очень важен срок – несколько месяцев, т.е. падение стоимости из-за аварии на производстве быстро отразится в ценах и не будет иметь своим результатом долгосрочный тренд снижения цен. Типичная причина долгосрочного тренда: сравнительно

большая уязвимость одной компании перед внешними рисками по сравнению с другой или, наоборот, большая вероятность воспользоваться позитивной конъюнктурой, еще один вариант – несогласие инвесторов со стратегией развития, реализуемой менеджментом компании.

- Акции компании должны быть сравнительно ликвидны (как минимум, торговаться без спрэда).
- Важный фактор, помогающий развитию риска коротких продаж – это IR, работающий в одностороннем режиме, то есть только передающий информацию от компании инвесторам и аналитикам, но не транслирующий менеджменту опасения инвестиционного сообщества.

Во многих случаях именно утрата доверия инвесторов к менеджменту компании является важным фактором для долгосрочной игры на снижение акций, неспособность к диалогу с инвесторами, работа IR в режиме "радио", а не "телефона" только закрепляет негативный тренд.

Кто виноват?

В ситуации коротких продаж у компании всегда возникает желание "найти" и "наказать" плохих инвесторов. Однако найти их как раз очень трудно, т.к. подобного рода операции в принципе не могут проводить инвесторы, раскрывающие информацию о своих активах – значит, искать надо в "серой зоне" инвестиционного сообщества.

Обычно прямо указать пальцем сложно, но полезно помнить следующие факты:

- Организатором схемы "коротких продаж" может быть инвестиционный банк, включая важнейших финансовых партнеров компании.
Многие компании первым делом обращаются с этим вопросом именно в инвестбанк, доверяя полученной информации как максимально надежной "из первых рук", однако важно понимать, что компания и банк сидят в разных лодках и могут иметь противоположные интересы.
- Предложений акций в кредит могут обеспечивать самые крупные и долгосрочные инвесторы компании, которые не могут продать весь пакет, но хотят хотя бы заработать на процентах, если уж акции падают.
- Так как short-selling – это экстремально рискованная политика, инвестор редко прибегает к ней, только проанализировав документы на сайте компании и отчеты аналитиков, большинство таких инвесторов встречались с компанией или работают в тесном контакте с лицами, поддерживающими такой контакт (например, аналитиком банка).
То есть стоит повнимательнее присмотреться к своим знакомым. Крайне маловероятно, что это кто-то, кого вы не знаете.

Что делать?

У компании-эмитента существует несколько способов повысить интерес институциональных инвесторов к своим акциям.

- Эмитент может организовать роад-шоу, привлекая к участию тех инвесторов, которые все еще сохраняют рыночную активность а также встречаясь с новыми потенциальными инвесторами. Личные встречи с инвесторами обычно дают отличные результаты.
- Другой широко распространенный подход – это программа по выкупу акций, которая с одной стороны позволяет поддерживать курс акций на определенном уровне, а с другой ограничивает количество акций, приобретаемых брокерами.

- Закрывать короткие позиции может способствовать резкий (после и разовый) рост стоимости акций под влиянием какого-либо корпоративного события, убытки, которые несут спекулянты, могут заставить их переоценить уровень риска подобного рода стратегии.
- Еще один часто применяемый тактический ход – это прогнозирование прибыли. Нередко случается, что своевременное оглашение прогноза прибыли помогает привлечь инвесторов. Как известно, принимая решения о покупке или продаже акций, инвесторы преимущественно полагаются на результаты различных исследований. Однако в любых исследованиях могут возникнуть неточности, а прогноз прибыли оказаться заниженным. Чтобы предоставить инвесторам более достоверную и точную информацию и тем самым повысить их интерес к своим акциям, компаниям-эмитентам имеет смысл прогнозировать свою прибыль самостоятельно.
- В некоторых случаях подогрев интереса к акциям может покупка акций инсайдерами (например, покупка акций контролирующим акционером или менеджментом), которая, равно как выкуп акций, способствует повышению ликвидности, а, кроме того, служит важным сигналом для инвестиционного сообщества о том, что компания-эмитент будет расти, а цена её акций – повышаться.
- Наконец, иногда компании-эмитенты успешно используют различные PR ходы. В частности, упоминания о них регулярно появляются на страницах популярных финансовых изданий. Хотя институциональные инвесторы чаще всего прекрасно осведомлены о потенциальных объектах инвестиций, иногда они неохотно вкладывают средства в ту или иную компанию ввиду нехватки информации о ней или регионе, где она расположена. А благодаря мощной PR кампании возникает возможность создать вокруг компании определенный ажиотаж, позволяющий привлечь внимание инвесторов.

Однако самым эффективным решением будет решение, разработанное для данной компании в данной ситуации, т.е. напрямую работающее с опасениями инвесторов. Очень важно продемонстрировать, что компания все поняла, сделала выводы и принимает меры, чтобы изменить ситуацию. Именно создание и активное контура обратной связи с инвесторами может изменить ситуацию, а значит, это тот случай когда IR имеет значение.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ИНТЕРФАКС БИЗНЕС СЕРВИС

Россия, 127006, Москва, 1-я Тверская-Ямская, д. 2

Тел. (+7 495) 250-80-36

Факс (+7 495) 250-94-57

E-mail: ir@interfax.ru

Web: www.irconsulting.ru; www.e-disclosure.ru

Компания "**Интерфакс Бизнес Сервис**" является дочерней компанией Группы "Интерфакс" и специализируется на оказании сервисов и консалтинговых услуг в области отношений компаний с инвесторами (Investor Relations) в России и странах СНГ.

"Интерфакс" обладает уникальными возможностями по оказанию услуг в области IR: ресурсами ведущего российского информационного агентства, тесной связью с российскими институциональными и частными инвесторами, опытом работы с эмитентами и инвесторами в разных областях (раскрытие информации, рейтинги, кредитные риски, аналитика).

Международная информационная Группа "**Интерфакс**" (**Interfax Information Services Group**) создает информационные продукты и средства коммуникации для принятия решений в политике и бизнесе. Группа, основанная в 1989 г., объединяет сеть национальных, региональных и отраслевых информационных агентств, работающих в России, других странах СНГ, в Китае, Центральной Европе. В "Интерфаксе" (www.interfax.com, www.interfax.ru) входят компании и подразделения, предоставляющие новости, аналитические услуги, рыночные данные, фундаментальную информацию, разрабатывающие программные решения.

"**Интерфакс-ЦЭА**" готовит регулярные статистические и аналитические продукты по различным сегментам финансового рынка России и стран СНГ, предоставляет информацию о деятельности российских институциональных инвесторов. Среди продуктов компании - ежедневные прогнозы и отчеты о состоянии различных сегментов финансового рынка, рейтинги российских банков и страховых компаний, выпускаемые под брендом "Интерфакс-100", а также рейтинги банков и страховых компаний стран СНГ - "Интерфакс-1000".

Партнером "Интерфакса" по рейтинговому агентству **Moody's Interfax Rating Agency**, которое занимает лидирующие позиции на российском рынке рейтинговых услуг, является международное рейтинговое агентство **Moody's Investors Service**.

Совместно с компанией **Experian**, мировым лидером в сфере информационных решений для бизнеса, создано кредитное бюро "**Экспириан-Интерфакс**", занимающееся предоставлением информации, характеризующей своевременность исполнения заемщиками обязательств по кредитам.

Входящей в состав Группы специализированной аналитической службой "**Интерфакс-АКИ**" создана крупнейшая в России информационно-аналитическая база данных по компаниям – **СПАРК**, объединившая сведения по всем зарегистрированным в России юридическим лицам.

Настоящий материал является интеллектуальной собственностью компании "Интерфакс Бизнес Сервис". Все интеллектуальные права Компании охраняются в соответствии с законодательством Российской Федерации. Ни одна часть этого материала не может продаваться, воспроизводиться или распространяться без письменного согласия Компании. Вся информация, содержащаяся в настоящем материале, получена "Интерфакс Бизнес Сервис" из источников, которые Компания считает достоверными. В связи с возможностью технической ошибки или ошибки персонала, а также других факторов Компания не гарантирует абсолютной надежности представленной информации. Любые суждения, содержащиеся в материале, должны рассматриваться исключительно как мнение экспертов Компании, а не как рекомендация по покупке или продаже ценных бумаг / инвестиционных паев или по использованию каких-либо финансовых инструментов.