

5 июля 2008 года

Михаил Матовников,
генеральный директор ЗАО "Интерфакс Бизнес Сервис"

Куда делась ликвидность акций?

Задача IR в типичной западной компании формулируется как "формирование базы лояльных и долгосрочных инвесторов". Однако в России во многих компаниях ситуация обстоит с точностью до наоборот: инвесторы такие лояльные и долгосрочные, что никакой объем free float не гарантирует достаточной ликвидности.

Многие компании, однако, не придают проблеме ликвидности достаточного значения, но на самом деле негативные последствия низкой ликвидности очень велики и могут перевешивать все достоинства компании.

Часто проблема низкой ликвидности акций является следствием не "плохого рынка", а особенностей IR-программы компании.

Чем плоха низкая ликвидность?

Низкая ликвидность ведет сразу к нескольким негативным следствиям:

- Низкая эффективность IR-усилий: все равно, что дать рекламу, но не привезти товар в магазины.

Низкая ликвидность резко снижает (если не делает в целом бессмысленной) большую часть IR-усилий. Встречи с крупными иностранными потенциальными инвесторами могут показывать высокий интерес к компании, уверенность инвесторов в ее перспективах, но если инвестору интересен пакет хотя бы в размере 3-5 млн. долларов, ему будет крайне затруднительно аккумулировать такую позицию. В результате почти все встречи с потенциальными инвесторами – безрезультатны, т.к. не могут закончиться покупкой даже при высоком интересе инвесторов и потрясающих результатах компании. Это означает непроизводительную трату времени менеджмента.

Можно быть лидером рынка и не представлять интереса для инвесторов.

- Недооценка компании из-за снижения спроса на акции

Т.к. инвесторы, с которыми встречается компания, не могут купить ее акции, это снижает спрос на них и ведет к появлению дисконта. Дисконт дополнительно усиливается из-за неизбежных продаж акций частью инвесторов, против которых нет регулярного спроса.

- Недовольство крупнейших акционеров

Низкая ликвидность снижает возможность безубыточного выхода крупнейших акционеров. Например, крупные портфельные инвесторы не имеют возможности выйти из капитала, не обвалив курс акций компании.

- Снижение качества отчетов аналитиков о компании

Ведущие инвестиционные банки заинтересованы анализировать только те акции, которые можно реально предложить инвесторам, если нет акций на рынке, то компания ничем принципиально не отличается от частной компании, которую никто из банков не анализирует.

Case study

ОАО "Балтика" (ММВБ, РТС: РКВА) – крупнейший производитель пива в России (в 2007 году доля рынка компании выросла на 1.2 п.п. до 37,6%).

Капитализация обыкновенных акций – около \$8 млрд. Free float – около 10%. "Балтика" российский лидер по капитализации не только пивного рынка, но и в значительной степени всего российского FMCG.

Ликвидность. На главной российской торговой площадке – ММВБ - оборот акций "Балтики" за первые 6 месяцев 2008 года составил 232,8 млн. рублей (т.е. чуть более \$10 млн.), или 1,7 млн. долларов в месяц. Фактически это означает, что типичному иностранному инвестору придется аккумулировать минимально интересную позицию несколько месяцев, что совершенно нереально.

Последствия

- Акции компании торгуются с дисконтом по отношению ко многим аналогичным компаниям на развивающихся рынках (по оценке Уралсиба, 24% по P/E и 16% по EV/EBITDA).
- 30 апреля 2008 года банк UBS прекратил анализ акций Балтики по причине "низкой ликвидности".

Почему важна именно биржевая ликвидность?

- Многие системы риск - менеджмента используют биржевую информацию (фиды данных с бирж) для формирования портфеля, если биржевая ликвидность низка, акции компании могут быть просто недоступны для покупки инвесторам.
- Если вся торговля идет на внебиржевом рынке, очень часто ее контролируют 1-2 брокера, которые фактически монополизируют рынок, что снижает интерес других инвестиционных банков к акциям компании.
- Потенциальные инвесторы компании могут по многим причинам (включая риск - менеджмент предпочитать работать только через биржу, а не в рамках двусторонних сделок.
- Лимиты на ценные бумаги часто привязаны к объему биржевой торговли (никому не хочется купить пакет акций, который потом придется продавать в течение нескольких месяцев).
- Внебиржевой оборот организуют брокеры для *своих* клиентов, таким образом, от рынка акций компании оказываются отсечены многие инвесторы, не являющиеся клиентами конкретного брокера, что резко сужает базу инвесторов компании.

Низкая ликвидность – часто следствие особенностей IR-программы компании

Низкая ликвидность является системной проблемой для многих российских компаний, которая часто не зависит от размера капитализации и free float.

Характерно, что ликвидность GDR российских компаний на LSE также оставляет желать лучшего, многие депозитарные расписки многих эмитентов торгуются не каждый день в течение недели.

Причина низкой ликвидности российских акций и расписок – в особенностях базы инвесторов. Не секрет, что даже в IPO, проводившихся без организации иностранной GDR

программы, с листингом только на российских биржах 90% инвесторов – покупателей акций были иностранные фонды.

Типичный иностранный инвестор не имеет возможность активно отслеживать события компании (у многих фондов в портфеле более 1,5 тыс. акций!), поэтому их стратегия состоит в выборе объекта вложений и сохранении позиции в течение длительного времени.

В результате получаем компанию, у которой:

- более 70% free float принадлежит иностранным инвесторам, которые предпочитают не торговать, а держать акции (и, кстати, часто не голосуют на собраниях акционеров)
- вся IR-программа компании сосредоточена исключительно на взаимодействии с иностранными инвесторами (получается foreign investor relations) и аналитиками.

Фактически ситуация низкой ликвидности в таком случае консервируется и даже усугубляется.

Часто низкая ликвидность является следствием невыгодной для компании практики работы брокеров

Появление отчетности российских брокеров об объемах внебиржевой торговли дало возможность взглянуть на проблему еще с одной стороны.

Из отчетности брокеров перед ФСФР о внебиржевых сделках с ценными бумагами выяснилось, что оборот акций многих компании на бирже в десятки раз ниже, чем на внебиржевом рынке.

Эта ситуация на самом деле знакома давно многим компаниям, у которых в реестре акционеров очень много номинальных держателей (как правило, ими выступают подразделения брокеров, часто оффшорные), однако масштабы торговли этими бумагами до сих пор не были известны.

Эта информация очень важна для компании, т.к. из нее следуют очень важные IR-следствия.

Почему брокеру выгоден внебиржевой оборот?

- Брокер (инвестиционный банк), проводя внебиржевую сделку, не платит биржевую комиссию, но берет плату с клиента в не меньшем размере.
- Брокер, являясь номинальным держателем акций, не платит комиссий за хранение акций и регистрацию сделок биржевым депозитариям - НДЦ и ДКК, при этом учет ведется, как правило, а аффилированном депозитарии самого брокера, который, в свою очередь, берет плату за хранение клиента.
- Оставаясь крупным номинальным держателем акций компании, брокер фактически захватывает монополию на торговлю акциями компании (т.к. у других брокеров акций просто нет в наличии и биржевую сделку провести невозможно).
- Если номинальным держателем выступает оффшорная компания, происходит заметная экономия на налогах для брокера.

Очень часто брокер становится крупным номинальным держателем акций компании не случайно, а в процессе IPO.

В момент IPO компании очень часто не могут оценить со всех сторон структуру и особенности предлагаемой структуры размещения, именно в этот момент, чаще всего, и формируется система крупного номинального держания, изменить которую в дальнейшем оказывается крайне затруднительно.

Что делать?

У компании-эмитента существует несколько способов повысить ликвидность акций. При этом в каждом конкретном случае IR-программа должна исходить из ситуации именно в данной компании с учетом мнения и предпочтений ее инвесторов.

Перефокусировать часть IR-активности с иностранных на российских инвесторов

В такой ситуации новый спрос могут обеспечить российские инвесторы, которые:

- нуждаются в намного меньших пакетах акций
- гораздо чаще торгуют на бирже (средний срок владения – 6-9 месяцев), что генерирует не только спрос, но и предложение акций
- институциональные инвесторы (ПИФы, ОФБУ) могут покупать достаточно крупные пакеты и с ними можно работать традиционными IR-методами (не как с розничными инвесторами).

Проанализировать рынок акций компании

Рынок ценных бумаг может быть сегментирован, что снижает ликвидность и не дает преимуществ с точки зрения работы с разными типами инвесторов.

Возможные сегменты:

- два биржевых рынка (ММВБ против РТС)
- внебиржевой рынок против биржевого рынка
- российский рынок – рынок ADR/GDR программ

Надо анализировать:

- ⇒ какие объемы торгов и какие инвесторы привлечены в каждом сегменте
- ⇒ какие брокеры играют самую важную роль в каждом сегменте
- ⇒ имеются ли признаки злоупотребления кем-либо из брокеров своей долей рынка в торговлей акциями,
- ⇒ каковы предпочтения инвесторов каждого сегмента.

Проанализировать мнения и предпочтения инвесторов и аналитиков

Любые дальнейшие предпринимаемые меры должны быть основаны не на советах консультантов или мнении менеджмента, а учитывать и опираться на мнение инвесторов компании, для этого необходимо провести специализированный опрос, чтобы понять

- мнение инвесторов о проблеме низкой ликвидности
- готовность принять те или иные меры компании по повышению ликвидности
- понимание инвесторами разного типа и аналитиками перспектив компании, наличие сегментированности инвесторов с точки зрения информационной обеспеченности и осведомленности о компании и ее перспективах.

Разработать и применить специализированную IR-программу по повышению ликвидности

Нет простых ответов на сложные вопросы.

Программа в ее деталях может быть определена только с учетом конкретной ситуации в компании, ее структуры акционеров и особенностей рынка акций.

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", и 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.