

# **ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**КАФЕДРА «ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ»**

**Работа допущена к защите  
Зав. кафедрой проф. Миркин Я.М.**

## **ДИПЛОМНАЯ РАБОТА**

**на тему:**

**«Управление акционерным капиталом при привлечении инвестиций  
предприятием на рынке ценных бумаг»**

**Студент группы К5-4  
Корнев В. С.**

**Научный руководитель  
Проф. Симановский А. Ю.**

**Научный консультант  
Проф. Миркин Я. М.**

**Консультант кафедры АИТ  
Доц. Литвиненко А.Ф.**

**Москва-2003**

## Содержание

Введение	3
Глава 1. Возможные корпоративные конфликты интересов и методы их разрешения с использованием инструментов рынка ценных бумаг.	4
1.1 Классификация корпоративных конфликтов	4
1.2. Методы разрешения конфликтов интересов на основе инструментов рынка ценных бумаг.	16
1.2.1 Корпоративные облигации	17
1.2.2 Особенности АДР - программ	21
1.2.3 Эмиссия акций при реструктуризации акционерного капитала.	26
Глава 2. Анализ практики управления акционерным капиталом в процессе привлечения инвестиций	34
2.1 Увеличение стоимости акционерного капитала и организация АДР-программы нефтяной компанией «ЮКОС»	34
2.2 Привлечение инвестиций посредством комбинированного размещения конвертируемых корпоративных облигаций и акций на примере «Вымпелкома»	49
Глава 3. Модельные финансовые продукты, позволяющие защитить интересы собственников предприятия при привлечении инвестиций.	60
3.1 Организация облигационного займа в форме корпоративных облигаций.	60
3.1.1 Автоматизация документооборота предприятия при подготовке к эмиссии корпоративных облигаций	68
3.2 Эмиссия привилегированных акций как инструмент привлечения инвестиций и метод разрешения корпоративных конфликтов	75
Заключение	86
Приложения	91
Список использованной литературы	112

## **Введение**

Для эффективного и динамичного развития предприятиям нужны финансовые ресурсы. Одной из самых тяжелых проблем экономики страны по-прежнему является острая нехватка инвестиций. Дефицит инвестиционных ресурсов в рамках России составляет примерно 400-450 млрд. долларов.[14, стр. 247]

В то же время для России характерна оптовая структура собственности. Это значит, что действующие хозяева предприятий не заинтересованы в распылении своих пакетов акций. Как привлечь финансовые ресурсы, для того чтобы выжить в агрессивной экономической сфере общества, и в то же время сохранить контроль за предприятием. Данный вопрос будет сохранять свою актуальность ближайшие десять лет. В свою очередь, интеграция России в мировое хозяйство, а значит обострение борьбы капиталов, будет означать масштабные слияния и поглощения.

В своей работе я попытался рассмотреть существующие методы привлечения инвестиций, которые позволили разрешить корпоративные конфликты. Особое внимание уделено рискам, связанным с реализацией инвестиционных программ.

Цель моей научной работы – разработать оптимальный способ привлечения инвестиций при сохранении контроля на предприятии за действующими собственниками.

## **Глава 1. Возможные корпоративные конфликты интересов и методы их разрешения с использованием инструментов рынка ценных бумаг.**

### **1.1 Классификация корпоративных конфликтов**

Термин «Корпоративные конфликты» получает в современной России все большее распространение. В деловой прессе можно встретить массу сообщений об акционерных войнах, агрессивных поглощениях, оспариваниях результатов общих собраний акционеров, шантаже эмитентов со стороны миноритарных акционеров, умышленных банкротствах.

Подчас корпоративные конфликты принимают самые уродливые формы, выходя за рамки правового поля: силовой захват предприятий, личные угрозы акционерами и менеджерам.

Очень часто корпоративный конфликт сопровождается нарушением норм и требований российского законодательства и практически всегда – нарушением или ущемлением прав той или иной группы акционеров.

Мировой опыт показывает, что корпоративные конфликты являются неизбежным злом.(19, стр.10). Однако лавинообразное нарастание их количества в последние годы заставляет серьезно задуматься о причинах их возникновения и способах преодоления.

Что же такое корпоративные конфликты? В чем причины их возникновения? В каких формах они проявляются?

Под **корпоративным конфликтом** следует понимать разногласия и споры, возникающие между акционерами общества, акционерами и

менеджментом общества, инвестором (потенциальным акционером) и обществом, которые приводят или могут привести к одному из следующих последствий:

1. нарушение норм действующего законодательства, устава или внутренних документов общества, прав акционера или группы акционеров;
2. иски к обществу, его органам управления или по существу принимаемых ими решений;
3. досрочное прекращение полномочий действующих органов управления;
4. существенные изменения в составе акционеров.

**Участниками корпоративного конфликта** всегда являются акционеры, менеджмент или само акционерное общество как юридическое лицо. Внешние инвесторы, как правило, вступают в корпоративный конфликт, становясь акционерами. В отдельных случаях участником конфликта становится государство или территориальные властные структуры.

С моей точки зрения, причинами корпоративного конфликта интересов являются различные экономические интересы участников.

#### **Экономические интересы менеджеров:**

А) Увеличение доходности акционерного общества, что отразится на росте зарплаты и бонусов менеджмента

Б) Уменьшение риска увольнения путем направления бизнеса в область собственной компетенции, имитации финансовой стабильности и роста предприятия.

В) Создание и удержание собственных источников финансирования, используя распределение прибыли не для владельцев, а в собственное управление, т.е. инвестиции в рынок корпоративного контроля.

### **Экономические интересы акционеров:**

А) Увеличение доходности акционерного общества, как следствие, рост дивидендных выплат в рамках долгосрочного периода, рост капитализации в целом в краткосрочном периоде.

Б) Снижение рисков неполучения дохода посредством воздействия на менеджмент через совет директоров с целью максимизации дивидендов и рыночной цены акций.

### **Экономические интересы внешних инвесторов:**

1) прирост стоимости предприятия и генерируемой им прибыли.

2) прирост доходов за счет перераспределения ресурсов, операций, прибыли предприятия.

3) в течение длительного времени возможность влиять на принятие решений, управление и операции предприятия.

Таким образом, любой конфликт интересов имеет одну и ту же исходную формулировку: все хотят иметь максимум доходности при минимуме рисков.

Анализ сущности, содержания и скрытых целей корпоративных конфликтов последних лет позволяет классифицировать их по нескольким типам.

**1) Нарушение норм законодательства.** Конфликты, связанные с неумышленным нарушением норм процедур корпоративного права, воспринимаемым акционерами как посягательство на их интересы. Неумышленные нарушения законодательства — отнюдь не безобидная вещь. Последствия «незнания» могут быть самыми катастрофическими: от штрафных санкций со стороны контролирующих органов до многомиллионных исков по хозяйственным сделкам; от признания недействительными полномочий органов управления и генерального директора предприятия до полной потери бизнеса.

**2) Поглощения.** Конфликты, возникающие в процессе попытки группы акционеров (стороннего инвестора) установить контроль над предприятием. В статистическом отношении данный тип конфликтов является лидирующим.

**3) Конфликты по поводу дивидендов.** Конфликты между крупными и мелкими акционерами по поводу использования прибыли предприятия. Российская действительность такова, что крупный акционер часто извлекает доход от подконтрольного предприятия не через дивиденд, а через участие в финансовых потоках.

Классический пример из практики [19, стр.12]. Группа крупных акционеров обеспечивает принятие решения о назначении подконтрольного

им генерального директора предприятия, производящего пользующуюся спросом пищевую продукцию, и одновременно учреждает новое юридическое лицо: торговый дом. Предприятие всю выпускаемую продукцию продает торговому дому по ценам, близким к себестоимости. Торговый дом, в свою очередь, продает продукцию магазинам по реальным оптовым ценам, существенно превышающим себестоимость ее производства. Вся прибыль остается в торговом доме (т. е. в распоряжении мажоритарных акционеров). Акционерное общество работает с убыточным балансом. В связи с отсутствием прибыли дивиденд акционерам не выплачивается.

**4) Конфликты с менеджерами.** Конфликты между акционерами и менеджерами акционерного общества по поводу эффективности управления компанией и добросовестности действий менеджеров. Правда, здесь следует отметить, что менеджеры российских предприятий, как правило, являются и их крупными акционерами[11, стр.33], а существо конфликтов сводится к рассмотренным выше случаям.

**5) Конкуренция.** Конфликты, направленные на подрыв финансового состояния и конкурентоспособности акционерного общества. В настоящее время в практике встречаются довольно редко. Чаще всего выражаются в попытке поглощения акционерного общества или возбуждения в отношении него процедуры банкротства.

**6) Корпоративный шантаж.** Конфликты с участием миноритарных акционеров, направленные на побуждение акционерного общества или его крупных акционеров выкупить у миноритариев принадлежащие им пакеты

акций по цене, превышающей их рыночную стоимость, или выплатить отступного для прекращения конфликта. Данный тип конфликтов становится все более распространенным. В его основе лежат разнообразные схемы корпоративного шантажа.

**7) Противоречия в законодательстве.** Конфликты, связанные с противоречиями и несовершенством действующего законодательства. В конфликты данного типа часто оказываются втянутыми органы государственного управления. Рассмотрим пример.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»[3] не устанавливает максимальный срок, в течение которого акционерное общество обязано зарегистрировать выпуск ценных бумаг. В то же время сделки с акциями, выпуск которых не зарегистрирован в установленном законом порядке, являются ничтожными.

В результате имеются случаи, когда инвестор, приобретает акции акционерного общества, созданного еще в начале 1990-х годов. В скором времени узнает, что он приобрел «воздух» и не может пользоваться законными правами акционера, в то время как эмитент в собственных интересах или интересах кого-либо из «старых» акционеров сознательно уклоняется от регистрации выпуска ценных бумаг.

Рассматривая развитие корпоративного конфликта в его динамике, можно выделить следующие стадии:

- **Предконфликтная стадия.** Период, когда конфликтующие стороны оценивают свои ресурсы, прежде чем решиться на агрессивные действия или

отступить. К таким ресурсам относятся: количество голосующих акций, которыми располагают стороны конфликта, информация (доступ к информации), финансовые, административные возможности и интеллектуальный потенциал сторон.

- **Непосредственный конфликт.** Эта стадия характеризуется прежде всего наличием инцидента, действий, направленных на изменение поведения соперников (например, проведение альтернативного собрания акционеров). Весьма характерным моментом на этапе непосредственного конфликта является наличие критической точки, при достижении которой конфликтные взаимоотношения достигают максимальной силы и остроты.

- **Разрешение конфликта.** Внешним признаком разрешения конфликта выступает завершение инцидента. Разрешение корпоративного конфликта происходит, как правило, лишь при изменении ситуации. В то же время, в случае когда атакующая сторона не достигла своих целей, возможен отказ «агрессора» от "ведения войны" и конфликт из острой формы переходит в скрытую. В этом случае возобновление конфликта происходит при изменении ситуации в отношениях между противниками.

В своей основе конфликт между различными группами акционеров является конфликтом экономическим, поскольку это конфликт прежде всего по поводу присвоения и распоряжения акциями, эмитированными акционерным обществом, и использования прав, реализация которых возможна только собственниками определенного количества голосующих акций.

По способу разрешения корпоративного конфликта он, безусловно, относится к конфликтам правовым [15, стр.67]. Отнесение корпоративных конфликтов к подмножеству правовых обусловлено тем, что в случае если участники конфликта не достигли компромисса и не зафиксировали свое волеизъявление в решении собрания или путем заключения сделки, то разрешение конфликта происходит посредством рассмотрения судом гражданских и, что бывает нередко, уголовных дел.

**Проанализируем действия участников корпоративного конфликта в зависимости от цели.** (см приложение №1 «Классификация корпоративных конфликтов в зависимости от цели»)

Если целью является **изменение структуры корпоративного контроля**, то менеджеры (контролирующие акционеры) используют следующие методы:

1. Разводнение капитала для упрочения контроля над обществом акционеров большинства или предпродажной подготовки предприятия.

- Проведение в ОАО закрытой подписки (до 1999 г.) (или открытой подписки с заранее определенными инвесторами) решением совета директоров
- Понуждение акционеров к отказу от права преимущественного выкупа новых акций, размещаемых по открытой подписке (если это право есть в уставе)

2. Скупка акций до проведения новых эмиссий под переоценку основных фондов. Скупка акций у работников после переоценки основных фондов и формирования добавочного капитала, но до "технической" эмиссии акций, источником которой является переоценка и которая должна быть распределена между акционерами в соответствии с их долями в капитале

3. Передача акций в доверительное управление или права голоса по доверенности

Использование служебного положения для принуждения работников-акционеров к передаче своих акций в доверительное управление или к передаче прав голоса по доверенности для того, чтобы увеличить число голосов, закрепленных за управляющей группой

#### 4. Несанкционированные крупные сделки

- Совершение несанкционированных крупных сделок по продаже активов, изменяющих природу бизнеса и существенно снижающих стоимость имущества, находящегося в собственности акционеров меньшинства.

- Выкуп крупного пакета акций за счет кредита, погашаемого самим предприятием, без санкционирования сделок, совершаемых с конфликтом интересов, и вне антимонопольного контроля.

#### 5. Скрытое или перекрестное владение акциями

Несовпадение формальной и реальной структуры акционерной собственности, скрытое приобретение аффилированными лицами

контрольных долей акционерных капиталов без прохождения антимонопольного контроля.

6. Инициирование искусственного банкротства или запрета распоряжения акциями

- Искусственное инициирование банкротства с тем, чтобы нарушить управление ОАО и осуществить через арбитражное управление поглощение или дешевую продажу предприятия или его частей; изменение структуры собственности в пользу поглощающей компании;

- Арест имущества в форме акций, инициированный (при формальном соответствии требованиям законодательства) с целью воспрепятствовать распоряжению акциями, прежде всего осуществлению права голоса

Если целью менеджмента (крупных акционеров) является **перераспределение денежных потоков** в ущерб акционерному обществу и миноритарным акционерам, то используются следующие способы:

- Создание контролирующим акционером системы поставок по завышенным ценам; сбыта по заниженным ценам; манипулирование размерами дебиторской и кредиторской задолженности с тем, чтобы перераспределить доходы в ущерб другим акционерам

- Продажа акций дочерних и зависимых компаний по заниженным ценам; разводнение капитала дочерних и зависимых компаний с понижением доли в них акционерного общества-"донора" (в интересах менеджеров или контролирующих акционеров общества-"донора")

- Перевод доходных активов из предприятия, находящегося в тяжелом положении, во вновь созданные или уже существующие аффилированные или зависимые компании (продажа по заниженным ценам; обмен активов; погашение кредита реализацией заложенного имущества).

В свою очередь, **акционеры меньшинства с целью получения односторонних экономических выгод или изменения структуры корпоративного контроля используют следующие способы:**

- 1) Консолидация своих голосов с голосами других миноритарных акционеров на общих собраниях акционеров общества
- 2) Постоянное «давление» на общество с целью получения различной информации, которую общество обязано предоставлять своим акционерам
- 3) Обращение с жалобами и заявлениями в контролирующие органы исполнительной государственной власти
- 4) Обращение в суд с исками и ходатайствами в отношении акционерного общества.

Существует целый ряд методов, используемых как менеджментом, так и акционерами в собственных интересах:

- 1) Недопуск акционеров на собрание; объявление доверенностей, выданных представителям акционеров, недействительными под надуманным предлогом

Невыплата дивидендов, в том числе невыплата дивидендов только сторонним акционерам

2) Проведение параллельных собраний акционеров и избрание параллельных исполнительных органов управления ОАО

3) Нарушение исключительных полномочий общего собрания акционеров, которые не могут быть переданы исполнительному органу

4) Вычеркивание акционеров из реестра; отказ во внесении или внесение неправильных сведений в реестр; преднамеренная утрата данных или потеря реестра

5) Изменение структуры акционерного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций и соответственно непропорционального уменьшения номинальной стоимости отдельных типов и категорий акций.

По существу все перечисленные действия способы борьбы за корпоративный контроль являются нарушениями прав собственников. Как защитить права крупных собственников? В своей дипломной работе я попытался рассмотреть инструменты рынка ценных бумаг в качестве способов решения корпоративных конфликтов.

**Вывод: Корпоративные конфликты представляют собой споры, возникающие между акционерным обществом, его акционерами и менеджерами, а также инвесторами. В основе этих конфликтов лежат как экономические противоречия между интересами крупных и мелких акционеров, акционеров и менеджмента, так и борьба инвесторов за контроль над акционерным обществом. Основные типы корпоративных конфликтов: 1) нарушение норм законодательства, 2) поглощения, 3) конфликты по поводу дивидендов 4) конфликты с менеджерами 5)**

**конкуренция 6) корпоративный шантаж 7) противоречия в законодательстве. В зависимости от цели участники корпоративного конфликта используют различные стратегии борьбы.**

**1.2. Методы разрешения конфликтов интересов на основе инструментов рынка ценных бумаг.**

### **Структура акционерного капитала**

Структура акционерного капитала отражает «расстановку сил» собственников предприятия и является важнейшим инструментом корпоративного контроля. Определяющей чертой распределения акционерного капитала в российской промышленности является доминирование собственности инсайдеров, иначе говоря, акционеров, принадлежащих к числу менеджмента или работников самого предприятия [11, стр.34]

Как уже отмечалось в моей работе, для модернизации российской экономики нужно примерно 450 млрд\$.[14, стр. 247]

Какие инструменты рынка ценных бумаг можно и нужно использовать, чтобы сохранить действующую структуру собственности и избежать конфликта интересов?

Такие инструменты есть, теория и практика рынка позволяет предложить действующим крупным акционерам следующие инструменты привлечения инвестиций.

### **1.2.1 Долговое финансирование в форме корпоративных облигаций**

Экономический рост связан, прежде всего, с инвестициями. В структуре источников инвестиций отечественных предприятий преобладают собственные средства (Приложение №2).

Как видно из таблицы инвестиции в основной капитал финансируются более чем на 50% за счет прибыли и амортизационных отчислений. В свою очередь, прибыль предприятий подвержена циклическим колебаниям, поэтому ухудшение финансового состояния предприятий автоматически ведет к инвестиционному спаду.

Банковские кредиты носят характер краткосрочного финансирования и не могут рассматриваться как долгосрочные вложения в модернизацию оборудования и организацию нового производства.

Вместе с тем в развитых странах Западной Европы, в США и Японии одним из главных источников долгосрочных инвестиций является фондовый рынок. Посредством выпуска акций и корпоративных облигаций предприятия этих стран привлекают 50 - 80 проц. всех инвестиционных ресурсов. (26)

В случае если предприятие не желает размывать существующие доли собственников в акционерном капитале, то размещение облигаций – один из способов привлечь инвестиции.

Для компании эмиссия корпоративных облигаций является мощным стратегическим шагом на рынке капитала. Менеджмент компании, прибегая

к долговому финансированию решает проблему размывания долей акционеров в капитале предприятия.

Выпуск облигаций обычно применяется для финансирования достаточно крупных, долгосрочных инвестиционных программ, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

Если говорить о конкретных российских условиях, то выпуск облигаций есть смысл применять для привлечения финансирования в размере от \$1-2 млн. в целях реализации инвестиционных программ на срок до 3-5 лет [27], сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

Учитывая благоприятную конъюнктуру российского рынка долговых обязательств, облигационный займ является одним из самых эффективных инструментов привлечения инвестиций.

Преимуществами выпуска облигаций перед другими источниками являются:

- а) более низкая стоимость привлекаемых заемных средств по сравнению с кредитом;
- б) выплаты процентов (дисконта) по обращающимся на биржевом рынке облигациям относятся на себестоимость;
- в) возможность привлечения финансовых ресурсов на длительный срок (1-5 лет);
- г) более мягкие условия залогового обеспечения займов;
- д) сохранение контроля над компанией у ее руководства (по сравнению с эмиссией акций);

е) дополнительный рекламный ресурс рыночного имени компании.

ж) нет зависимости от одного кредитора

В то же время облигации позволяют управлять структурой долга и процентной ставкой займа.

### **Конвертируемые облигации**

Большой интерес для российских предприятий может представлять выпуск конвертируемых облигаций, поскольку, в определенных случаях это позволяет использовать положительные стороны как долевого, так и долгового финансирования. Это обуславливается тем, что подавляющее большинство участников фондового рынка убеждены в долгосрочной повышательной тенденции цен российских акций.

Конвертируемые облигации дают эмитенту снизить процентные выплаты, потому что инвестор, приобретающий конвертируемые облигации, согласен примириться с более низким купонным процентом, поскольку имеет дополнительную возможность выигрыша при конвертации.

Конвертируемые облигации традиционно считаются финансовыми инструментами, выпуск которых позволяет уменьшить конфликт интересов кредиторов и акционеров. Это связано с тем, что конвертируемая облигация представляет собой сумму простой облигации и опциона на покупку акции. По своим финансовым свойствам она является гибридом облигации (приносит проценты) и акции (дает выигрыш при росте курса акций, так как с ростом курса растет и цена опциона на акции, то есть «опционной» составляющей конвертируемой облигации). Таким образом, владелец конвер-

тируемой облигации является одновременно и кредитором и акционером компании.

На практике компании, выпускающие конвертируемые облигации, как правило, оговаривают свое право потребовать ускоренной конвертации. Если компания объявила о досрочной конвертации, то держатели облигаций обязаны конвертировать их в акции в течение определенного срока, в противном случае они теряют это право. Если облигацию не конвертировать, то она превращается в простое долговое обязательство.

Интересно отметить, что термин "конвертируемые облигации" в Российской практике применяется именно к облигациям с обязательной конвертацией [28].

Таким образом, выпуск конвертируемых облигаций можно рассматривать как скрытый выпуск акций. Большинство менеджеров называет целью выпуска конвертируемых облигаций — подсластить выпуск акций. И, что очень важно, выпуск конвертируемых облигаций сопряжен с меньшими косвенными потерями. Среднее размывание при размещении акций составляет примерно 27%, тогда как среднее размывание при выпуске конвертируемых облигаций — всего 8,8%. [22, стр. 100].

По мнению ряда авторов, в 2/3 случаев конечной целью фирмы является выпуск акций, и фирмы, выпускающие конвертируемые облигации, уверены в росте цены их акций [27]. Одним из объяснением выпуска конвертируемых облигаций является то, что в практической инвестиционной деятельности фирма может сталкиваться с многоступенчатыми проектами.

**Вывод:** Корпоративные облигации следует использовать, если предприятие не желает размывать существующие доли собственников в акционерном капитале. Выпуск облигаций обычно применяется для финансирования достаточно крупных, долгосрочных инвестиционных программ, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

### **1.2.2. Особенности АДР - программ**

Источником привлечения крупных инвестиций могут послужить АДР-программы.

**American Depository Receipt (ADR)** - производные ценные бумаги, с помощью которых осуществляются операции с иностранными акциями на американских рынках. АДР, будучи свободно обращающимися финансовыми инструментами, подобны обыкновенным акциям - каждая расписка представляет определенное количество акций конкретного иностранного эмитента. АДР продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже и на внебиржевых рынках ценных бумаг, включая европейские.

Американские депозитарные расписки представляют один из самых выгодных способов привлечения инвестиций. Классификация и приблизительная цена программ выпуска АДР приведена в таблице (Приложение №3)

При выпуске АДР не нарушается структура акционерного капитала, а значит сохраняются доли в УК компании, что в свою очередь не приведет к конфликту между собственниками.

Для отечественных фирм АДР предоставляют возможность заключать сделки с крупнейшими западными компаниями, желающими вкладывать денежные средства в бумаги российских эмитентов, но опасаящимися напрямую выходить на наш рынок из-за множества проблем, таких, например, как несовершенство законодательной базы, огромная территория и отсутствие отлаженного механизма перерегистрации прав собственности на ценные бумаги.

Между тем, как следует из анализа Deutsche Bank, наличие у "эффективно работающих, высокоинтегрированных компаний" американских депозитарных расписок положительно влияет на такие факторы, как цена, стабильность и ликвидность их собственных акций. (26)

**Итак, используя АДР эмитент получает следующие преимущества:**

**1) Коммерческие**

- Расширение рынка ценных бумаг компании посредством быстрого и обширного предложения

- Улучшение имиджа компании

**2) Финансовые**

- Выход на международные рынки капиталов

- Повышение и стабилизация котировок акций эмитента

- Гибкое капиталовложение

### 3) Стратегические

- Расширение круга потенциальных инвесторов
- Механизм для приобретения и слияния компаний

АДР программы российских эмитентов обладали рядом особенностей. Первоначальные выпуски АДР выполняли для российских компаний по большей части «имиджевую» функцию, поднимая их международные рейтинги. Это, несомненно, сказывалось на продвижении основного бизнеса компаний.

Одновременно с «имиджевой» преследовалась и спекулятивная цель: таким образом, менеджмент и так называемые «дружественные акционеры» добивались всплеска ликвидности акций, краткосрочного роста их курса и фиксировали прибыль, продавая часть своих акций.

Однако следует помнить, что структура владения акциями через АДР исключает прямое «общение» инвестора с компанией, в которую он инвестирует. Посредником между ними всегда выступает банк-депозитарий, выпускающий АДР, ведь только он признается российским законодательством в качестве акционера.

Как показала российская практика, именно в сфере договорных отношений банка-депозитария и компании-эмитента скрыта потенциальная угроза правам инвесторов, причем как иностранных, так и российских. Речь идет о механизме голосования на общих собраниях акционеров, получившем распространение в российских программах АДР.

Например, АДР-программы Bank of New York, в соответствии с соглашениями на выпуск АДР BONY может голосовать по инструкциям владельцев АДР, либо может в отсутствие таковых передать право голоса лицу, назначаемому менеджментом самой российской компании. (25, стр. 46)

Таким образом, менеджеры компании (в большинстве случаев менеджеры компаний являются крупнейшими акционерами) получили возможность присвоить голоса «неголосовавших» владельцев АДР. Использование этих голосов позволяет проводить необходимые кандидатуры в совет директоров, блокировать нежелательные для менеджмента решения общего собрания акционеров голосами якобы «незаинтересованных» акционеров, одобрять сделки «с заинтересованностью».

Кроме того, в руках менеджеров оказались и другие возможности манипулирования голосами, приходящимися на АДР. Так, соглашение о выпуске АДР банка-депозитария позволяет компании вообще не допустить владельцев АДР к голосованию на общих собраниях ее акционеров.

Поскольку по российскому праву статус акционеров за владельцами АДР не признается, компании достаточно уведомить о собрании формального акционера – банк – депозитарий.

Банк же не привлекает владельцев АДР к голосованию без специальной просьбы компании. Поскольку банк-депозитарий никогда не голосует сам (т.к. не может принимать решение за владельцев АДР - реальных акционеров), то в отсутствие инструкций владельцев АДР соответствующий пакет акций не голосует вообще. Если же владельцам АДР предоставлено

право голосовать, банк до проведения общего собрания раскрывает менеджменту российской компании результаты голосования по АДР!

Российское право автоматически признает в качестве акционера любое лицо, зарегистрированное в качестве собственника акций, не требуя от него раскрытия информации о третьих лицах, являющихся реальными собственниками бумаг.

Однако тот факт, что банк-депозитарий (например BONY) приобретает акции на свое имя и регистрируется в российском реестре или депозитарии как реальный (а не номинальный) владелец, и приводит к тому, что по российскому праву он обладает всей полнотой прав, предоставляемых акционеру.

Учитывая российскую специфику, вполне понятно, что при выпуске АДР с «имиджевой» целью (а именно таких выпусков в России большинство) **менеджмент компании более заинтересован в сохранении контроля за акциями**, депонируемыми в программу АДР, нежели в создании режима «наибольшего корпоративного благоприятствования» для инвесторов, формально не признаваемых акционерами.

Соответственно предложенная Bank of New York схема более чем комфортна для российского менеджера (крупного собственника), принимающего решение о выпуске АДР и ведущего переговоры по заключению соглашения. Тем более что с формальной точки зрения она законна.

**Вывод: Российская специфика позволяет крупным собственникам при выпуске АДР привлечь серьезные финансовые ресурсы, и в то же время сохранить корпоративный контроль за предприятием. Менеджмент компании может на законных основаниях не допустить владельцев АДР к голосованию на общих собраниях ее акционеров.**

### **1.2.3. Эмиссия акций при реструктуризации акционерного капитала**

Корпоративный конфликт заканчивается тогда, когда одна из сторон достигает поставленных целей, как правило, в ущерб интересам противоположной стороне.

Инструментом реализации интересов крупных собственников является дополнительная эмиссия акций, проводимая не столько для увеличения уставного капитала, сколько для размывания долей миноритарных акционеров.

Размывание акций как способ весьма эффективен в случае, если агрессор - один из крупных акционеров предприятия. Цель - вытеснение других акционеров. Для этого общим собранием акционеров должно быть принято решение о размещении дополнительных акций по закрытой подписке. Чтобы нейтрализовать противника, агрессор подает на него в дружественный по отношению к агрессору суд из-за неких необоснованных претензий. Акции ответчика временно арестовываются. Агрессор проводит

собрание и размывает акции. Потом суд снимает обвинения - однако результат достигнут.

Таким образом, дополнительная эмиссия по закрытой подписке представляет собой эффективный метод "размывания" долей акционеров, не допущенных к участию в ней.

Согласно закону «О защите законных прав и интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», который прямо регулирует выпуск акций, решение об эмиссии по закрытой подписке принимается общим собранием акционеров двумя третями голосов (4).

Соответственно риск крупных собственников заключается в неспособности набрать необходимое количество голосов.

В свою очередь миноритарные акционеры могут предпринять ответные меры:

1) в случае, если решение о размещении акций было принято в 2001 году (до вступления в силу изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 7 августа 2001 года) и решение о выпуске утверждено в 2001 году, то, в соответствии с частью 4 статьи 5 Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», акционерное общество по требованию акционеров, голосовавших против или не принимавших участия в голосовании при решении вопроса о размещении дополнительных акций путем закрытой подписки, обязано выкупить у них акции в порядке, предусмотренном абзацем 2 части 1 статьи 75 ФЗ «Об акционерных обществах»(2). Акционеру до проведения общего

собрания акционеров должно было быть сообщено о наличии у него такого права;

2) в том случае, если решение о размещении акций путем закрытой подписки принято и решение о выпуске утверждено в 2002 году либо решение о размещении акций принято в 2001 году, а решение о выпуске утверждено в 2002 году, то, в соответствии с абзацем 2 части 1 статьи 40 новой редакции ФЗ “Об акционерных обществах”, акционеры общества, голосовавшие против или не принимавшие участия в голосовании по вопросу о размещении посредством закрытой подписки акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, имеют преимущественное право приобретения дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемых посредством закрытой подписки, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории (типа).

Указанное право не распространяется на размещение акций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, осуществляемое посредством закрытой подписки только среди акционеров, если при этом акционеры имеют возможность приобрести целое число размещаемых акций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, пропорционально количеству принадлежащих им акций соответствующей категории (типа).

Акционеры также до проведения общего собрания акционеров должны быть уведомлены о наличии такого права.

3) В том случае, если акционер не был уведомлен о наличии у него одного из вышеуказанных прав, он имеет право обжалования в судебном порядке решений, принятых общим собранием акционеров.

Следующим методом размывания доли миноритарных акционеров в акционерном капитале предприятия может служить **обмен долгов на акции**.

**Акции** акционерных обществ для реструктуризации долгов могут быть использованы следующим образом:

1) Акционерное общество эмитирует свои акции и самостоятельно продает их на рынке, а средства, полученные от реализации акций направляется для погашения задолженности.

2) Акционерное общество использует механизм постановления Правительства Российской Федерации № 254 [6], в этом случае акции, специально эмитированные для целей реструктуризации задолженности либо предоставленные для этих целей их владельцами, передаются в залог уполномоченному органу при заключении договора о реструктуризации его задолженности.

3) Многие акционерные общества пытаются использовать еще один способ реструктуризации задолженности.

Акционерное общество отдает вновь эмитированные акции своему кредитору, а кредитор зачитывает их в качестве оплаты долга.

Однако, вопросы такой конверсии задолженности в акции акционерных обществ не могут быть разрешены в рамках действующего законодательства, поскольку в соответствии со статье 99 Гражданского кодекса Российской

Федерации [1] не допускается освобождение акционера от обязанности оплаты акций, в том числе освобождение его от этой обязанности путем зачета требований к обществу. Таким образом, реструктуризация долгов акционерного общества путем обмена задолженности на акций этого общества прямо противоречит Гражданскому кодексу Российской Федерации.

Если реструктуризация задолженности предприятия осуществляется посредством конверсии долгов в акции, то речь идет об эмиссионной активности данного предприятия. Итак, предложенная процедура обмена долгов на акции предприятия чревата для мелких и средних акционеров размыванием их доли в уставном капитале акционерного общества.

Согласно ФЗ «об Акционерных обществах» реорганизация общества может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

Мне бы хотелось остановиться **на выделении и разделении** как формах реорганизации. Практика корпоративных отношений насчитывает множество примеров, когда именно эти формы реорганизации АО послужили инструментами в борьбе крупных собственников с миноритариями.

Авторы данной схемы реструктуризации предлагают участникам рынка и чиновникам поверить в то, что процедура реорганизации путем выделения является компромиссным вариантом для акционеров и кредиторов банкротящихся предприятий. На деле же это не совсем так.

Происходит отделение "хороших" активов и пассивов от "плохих", "хорошие" выводятся из-под процесса банкротства под контроль "предприятия-захватчика".

В предприятии «А» остаются долги четвертой очереди (долги перед бюджетом), немного дебиторской задолженности соответствующего качества и все убытки; в предприятия «В» и «С» переходят дебиторская задолженность дочерних предприятий (то есть деньги, которые наверняка можно получить), приличное имущество и соответствующая часть конкурсных кредиторов. Процедура одновременно удовлетворяет нормам двух Федеральных законов - "Об акционерных обществах" и "О несостоятельности (банкротстве)"[5].

Следует напомнить, что миноритарные акционеры в результате корпоративных действий, таких как выделение и разделение остаются собственниками убыточной компании.

Нельзя оставить без внимания такой способ борьбы за контроль в компании как слияние с дружественными предприятиями. Слияние сопровождается дополнительными выпусками ценных бумаг.

**Слиянием обществ** признается возникновение нового общества путем передачи к нему в соответствии с передаточным актом всех прав и обязанностей реорганизуемых АО с прекращением деятельности последних [2].

Схема слияния выглядит следующим образом: крупные акционеры, владеющие 75% акций компании А проводят слияние с компанией В, которая

контролируется на 80% крупными акционерами. Оплата слияния производится дополнительно эмитированными акциями А.

Естественно, это не только размывает доли мелких акционеров компании А, но и ущемляет миноритариев компании В. Далее проводится совместное внеочередное собрание акционеров компаний А и В, на котором подтверждается курс на слияние.

В результате дополнительных выпусков или реорганизации (слиянии, выделении) акционерных обществ размывается доля мелких акционеров, а значит реализованы интересы мажоритарных акционеров.

Следующий эффективный способ – организация дочерних предприятий. Далее действия мажоритарных акционеров укладываются в следующий хронологический порядок.

Передать наиболее важные активы полностью принадлежащим дочерним компаниям. Осуществить в дочерних компаниях новый выпуск акций друг для друга, которого было бы достаточно для того, чтобы уменьшить долю холдинговой компании в каждой дочерней компании до размера, менее 25%. Организовать управление каждой дочерней компанией лояльными менеджерами, удалить всех генеральных директоров в дочерних компаниях, сконцентрировать управление в управляющей компании.

**Вывод: Для крупных собственников, стремящихся упрочить контроль за предприятием, дополнительная эмиссия акций представляет эффективный способ размывания долей миноритарных акционеров.**

**Широкое распространение при реструктуризации акционерного**

**капитала получили следующие методы: размещение дополнительных акций по закрытой подписке, обмен долгов на акции, выделения и разделения как формы реорганизации, слияния с дружественными предприятиями, организация дочерних предприятий.**

## **Глава 2. Анализ практики управления акционерным капиталом в процессе привлечения инвестиций**

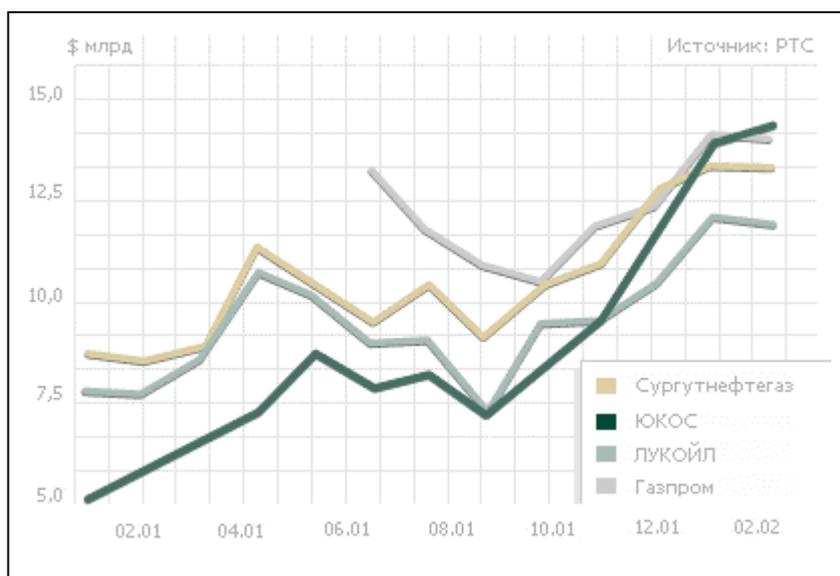
### **2.1. Увеличение стоимости акционерного капитала и организация АДР - программы нефтяной компанией «ЮКОС»**

#### **Рост капитализации компании «ЮКОС»**

Самый точный показатель успешности и эффективности компании - оценка ее акций на фондовом рынке. Акции «ЮКОСа» в последнее время приносят акционерам не только ощутимые дивиденды. Они стремительно растут в цене и, по мнению независимых аналитиков, будут расти и дальше. Давайте разберемся, почему.

"ЮКОС" стала одной из самых дорогих компаний России, обогнав "Газпром". Для "ЮКОСа" это настоящий прорыв - ведь всего два с половиной года назад компанию исключали из РТС за ущемление прав мелких акционеров, и в столь звездные перспективы ее акций не верил, пожалуй, никто. Динамика капитализации компании представлена на графике.

График: «Капитализация компаний»



Источник: РТС

Долгие годы самой дорогой российской компанией был "Газпром", его позиции пошатнулись под натиском компании "Сургутнефтегаз" - котировки ее акций еще в 1999 г. первыми достигли докризисного уровня и после реорганизации "Сургута" в 2000 г. продолжили рост. На протяжении прошлого года две компании сменяли друг друга в роли лидера рынка, к началу 2002 г. "Газпром" вернул себе первенство, чтобы затем лишиться его вновь. Но на этот раз на позицию газового монополиста посягнул не "Сургут", а другая нефтяная компания - "ЮКОС". Капитализация "Газпрома" упала на 1,3% до \$14 млрд, в то время как стоимость "ЮКОСа", напротив, выросла на 1,9% и достигла \$14,3 млрд [29]

"ЮКОС" - вторая по объемам добычи нефтяная компания России. В 2001 г. она добыла 58 млн т нефти. Доказанные запасы "ЮКОСа" составляют

11,4 млрд баррелей. Выручка "ЮКОСа" по стандартам GAAP в 2000 г. равнялась \$9,8 млрд, чистая прибыль - \$3,3 млрд. [29]

Давайте попытаемся разобраться, что случилось с компанией, а главное что позволило менеджменту компании добиться хороших результатов.

Два года назад предугадать такой сильный рост акций "ЮКОСа" было практически невозможно. Тогда нефтяная компания была изгоем фондового рынка, ее менеджмент воевал с известным международным спекулянтом Кеннетом Дартом, мешавшим консолидации холдинга. В пылу этой борьбы доставалось и другим мелким акционерам, из-за чего РТС даже прекращала торги по акциям компании.

С тех пор многое изменилось: акции "ЮКОСа" получили звание "голубой фишки" и подорожали более чем в 10 раз. Выиграв войну с Дартом и консолидировав акции "дочек", "ЮКОС" занялся повышением капитализации. Акционеры компании наняли в качестве инвестиционного консультанта Brunswick UBS Warburg, который посоветовал повысить ликвидность акций. Эксперты Brunswick убедили компанию объявить пятилетнюю программу по сокращению пакета группы основных акционеров до уровня чуть более 50%.

Сейчас, по оценкам аналитиков, доля акций "ЮКОСа", находящихся в свободном обращении, увеличилась до 20% [29]. И по итогам 2001 г. эта компания вышла на 3-е место по ликвидности в РТС (после РАО "ЕЭС России" и "ЛУКОЙЛа"), на ее акции пришлось 13,2% оборота биржи против 3,5% в 2000 г.

Эта компания привлекательна своими темпами роста, они одни из самых высоких в нефтяном секторе. Почти 30% капитализации "ЮКОСа" обеспечено наличностью. На балансе «ЮКОСа» \$4 млрд денежных средств, - в то время как у "ЛУКОЙЛа" \$1,5 млрд чистой задолженности.

Существует несколько причин столь бурного роста акций "ЮКОСа":

- 1) отказ от размывания доли миноритарных акционеров,
- 2) изменение дивидендной политики,
- 3) улучшение качества корпоративного управления.

Правда, оценки корпоративного управления диаметрально противоположны: Ассоциация по защите прав инвесторов, в которую входит и компания Кеннета Дарта, признала Ходорковского лучшим менеджером 2001 г, а вот в последнем рейтинге Института корпоративного права и управления "ЮКОС" занял одно из последних мест.

Пока отрыв "ЮКОСа" от "Газпрома" довольно мал и компания в любой момент может снова уступить лидерство "Газпрому". Однако сам факт уверенного прорыва компании в тройку самых дорогих говорит о том, что инвесторы забыли 1999 г., когда зарекались покупать "ЮКОС". Теперь аналитики сходятся в том, что "ЮКОС" еще не достиг своего предела роста. Потенциал роста его капитализации оценивается в 20 - 30% .

### **Консолидация компании**

Одной из причин роста акций «ЮКОСа» был переход компании на единую акцию.

В результате обмена головная компания увеличила долю своего участия в уставном капитале ряда сбытовых, нефтеперерабатывающих и добывающих структур с 60 до практически 100%. Таким образом, в настоящее время ЮКОС полностью контролирует три нефтедобывающих подразделения, четыре нефтеперерабатывающих завода и 12 сбытовых структур.

ЮКОС вторая из российских вертикально интегрированных нефтяных компаний, которая начала переход на единую акцию. Первой по этому пути пошла «Сибнефть», завершившая обмен акций холдинга на ценные бумаги «дочек» в ноябре. Вслед за «ЮКОСом» и «Сибнефтью» к реализации программы перехода на единую акцию приступила Тюменская нефтяная компания. Основываясь на опыте своих коллег, она начинает обмен с нефтедобывающих структур.

В среднем процесс консолидации крупной компании занимает от полутора до двух лет. Так, руководство «ЮКОСа» начало обмен акций нефтедобывающих подразделений еще в июле 1999 года.

Как отмечают финансовые аналитики, единая акция увеличивает инвестиционную привлекательность нефтяной компании и облегчает процесс управления. Ранее нефтяникам приходилось в















ЮКОС -

8

h \$

F -

"

Enterprises Limited» – еще 57,47%. Таким образом, «Group MENATEP» контролирует приблизительно 61% акций «ЮКОСа». Что подтверждает следующий факт, для России характерна оптовая структура собственности.

Для полной ясности рассмотрим таблицу, иллюстрирующую структуру акционерного капитала «Group MENATEP»

Таблица: «Структура акционерного капитала «Group MENATEP»

Владелец	Доля в “Group MENATEP Ltd”. (%)	Стоимость акций приходящихся на владельца (\$ млрд)

Михаил Ходорковский	9,5	1,22
<b>Special Trust Arrangement</b>	50	6,41
Леонид Невзлин	8	1,02
Платон Лебедев	7	0,9
Владимир Дубов	7	0,9
Михаил Брудно	7	0,9
Василий Шахновский	7	0,9
Другие	4.5	0.58

Источник <http://www.groupmenatep.com/>

Таблица хорошо дает понять, кто скрывается за юридическим лицом «Group MENATEP». Совладельцами Group MENATEP являются: Михаил Ходорковский (9,65%), Леонид Невзлин (8%), Платон Лебедев (7%), Владимир Дубов (7%), Михаил Брудно (7%), Василий Шахновский (7%), ряд неназванных акционеров (4,5%), а также специальный трастовый фонд (50%), единственным бенефициаром которого является Михаил Ходорковский.

Учитывая, что «Group MENATEP» владеет еще и контрольными пакетами таких банков, как «МЕНАТЕП СПб» и «Доверительный и инвестиционный банк», а также другими активами, все перечисленные люди являются миллиардерами. Но даже если считать лишь «ЮКОС» (см. таблицу), каждый из них контролирует от \$0,9 млрд до \$1,2 млрд.

Ранее при выпуске ADR третьего уровня подробно раскрывала информацию о владельцах компания "Вимм-Билль-Данн". Однако это первый случай, когда имена своих владельцев раскрывает столь крупная российская компания. Ведь хотя про многие крупнейшие компании известно, что менеджмент контролирует их, официально и детально эта информация не раскрывается. Теперь же официально объявлено, что Михаил Ходорковский действительно один из крупнейших акционеров «ЮКОСа». Кроме того, он является бенефициаром (выгодоприобретателем) трастового фонда, который владеет 50% акций «Group MENATEP». Это значит, что он реально управляет 59,5% голосов в «Group MENATEP» и обеспечивает принятие решений в группе.

Не секрет, что многие российские компания ищут источники финансирования на европейском, американском финансовых рынках. Удачная попытка привлечения инвестиций была организована «ЮКОС» через американские депозитарные расписки. Мне бы хотелось ответить на следующие вопросы: «Какие преимущества для эмитента дает организация

АДР - программы?», «Каким образом и насколько удачно была реализована АДР - программа «ЮКОСА»?

### **Реализация АДР программы**

АДР (ADR - American Depository Receipt) - свободно обращающиеся на американском фондовом рынке сертификаты, подтверждающие владение и позволяющие проводить операции с иностранными акциями, депонированными в американском депозитарном банке.

Выпуск депозитарных расписок в первую очередь является простым и эффективным доступом к западным рынкам капитала. Он позволяет компании-эмитенту:

- 1) приобрести опыт работы на международном рынке ценных бумаг;
- 2) существенно повысить ликвидность внутреннего рынка ценных бумаг путем расширения круга инвесторов;
- 3) повысить общий имидж продукции, услуг или финансовых инструментов компании на рынке, расположенном вне ее собственной страны;
- 4) привлечь инвестиции (портфельные) на западных рынках капитала, путем новых эмиссий АДР-3, 144а;
- 5) создать механизм мобилизации капитала или средства для приобретения другой компании.

б) перерегистрация владельцев расписок производится в стране их обращения и в сжатые сроки.

Крупнейшая по капитализации и вторая по объемам добычи нефтяная компания России «ЮКОС» 22 февраля 2002 вывела на западный рынок 1 процент своих акций. Официально они были проданы инвестиционным банкам «Credit Suisse First Boston» и «UBS Warburg», которые выпустили на эти бумаги глобальные депозитарные расписки (ГДР) и разместили их среди крупных инвесторов в Лондоне.

Момент для совершения сделки был выбран в высшей степени удачный. За день до этого «ЮКОС» опубликовал финансовые результаты за III квартал и 9 месяцев 2001 года по стандартам US GAAP. Они единодушно были оценены аналитиками как блестящие. За 9 месяцев 2001 года чистая прибыль «ЮКОСа» составила 2,2 млрд долларов, что на 300 млн долларов превышает чистую прибыль «ЛУКОЙЛа», рассчитанную по международным стандартам за тот же период.

По прогнозам менеджеров размещения, процесс должен был занять один-два дня, доход от сделки оценивался в 145 млн долларов. Однако спрос превысил ожидания. Бумаги были раскуплены практически сразу, причем за 147 млн долларов [29] - по подсчетам аналитиков, с небольшой премией к рыночной цене предыдущего дня. Радостному оживлению способствовала еще одна хорошая новость - в тот же день агентство «Standard & Poor's» объявило о повышении прогноза рейтинга России со «стабильного» на «позитивный».

Для американского инвестора депозитарные расписки обладают целым рядом преимуществ по сравнению с инвестициями в акции иностранного эмитента, как-то:

1. депозитарные расписки, как правило, котируются в долларах США, и дивиденды и проценты по ним выплачиваются также в долларах США;

2. депозитарные расписки позволяют многим финансовым фондам и пенсионным фондам, имеющим в уставе запрет на приобретение и держание иностранных ценных бумаг, приобретать депозитарные расписки для формирования портфеля;

3. депозитарные расписки выпускаются и обращаются на американском и других рынках с развитой инфраструктурой, что значительно улучшает их ликвидность по сравнению с ценными бумагами, которыми они обеспечены;

Развитие программы “ЮКОСа” по размещению производных бумаг на свои акции началось ровно год тому назад. В феврале 2001 года руководство компании заявило о намерении в течение 5-7 лет выпустить АДР первого уровня на 20 процентов уставного капитала. Вскоре после этого Инвестиционный совет штата Висконсин приобрел первый транш АДР на пакет акций в 1 процент. Доход “ЮКОСа” от этой сделки составил 55 млн долларов[30]. Тогда Михаил Ходорковский заявлял, что в АДР не будут оформляться акции, принадлежащие главному акционеру “ЮКОСа” - группе

“МЕНАТЕП” (официально она контролирует 69 процентов капитала компании, но аналитики предполагают, что реально около 80 процентов).

Препятствием для этого является американское законодательство - оно запрещает основным акционерам компаний выпускать АДР на свои бумаги. Поэтому пакет, который был “отколот” от запасов “МЕНАТЕПа”, оформлялся именно в ГДР. Впрочем, “ЮКОС” намерен преодолеть техническое затруднение и все-таки конвертировать эти бумаги и АДР первого уровня. Официально сделает это «Deutsche Bank», гарантии которого будет достаточно для исполнения этой схемы.

Интерес иностранцев к “ЮКОСу” вполне объясним. Получить доступ к быстрорастущему российскому нефтяному рынку выгоднее всего именно через его бумаги. По мнению зарубежных аналитиков, в течение ближайших 50 лет расклад сил на мировом рынке нефти определяют три бассейна - морское дно, Ближний Восток и Западная Сибирь. В последнем регионе компания располагает богатейшими месторождениями. Темпы роста добычи нефти “ЮКОСом” в 2000 и 2001 годах составили соответственно 11 и 17 процентов. Прогноз на 2002 год - 24,3 процента, а к 2005 году компания предполагает догнать НК “ЛУКОЙЛ” (80 млн тонн в год).

Гораздо интереснее поискать ответ на вопрос, что компания будет делать с добываемой нефтью. Помимо борьбы за внутренний рынок нефтепродуктов, о которой говорят все чаще, у нее есть другой козырь. Еще два года назад “ЮКОС” начал с восточной неторопливостью осваивать китайский рынок. Причем без трубопроводов “Транснефти”, а поставками по

железной дороге. Пока они незначительны - 1,2 млн тонн в 2001 году (чуть более 4 процентов экспорта “ЮКОСа”), в плане на этот год - 2 млн тонн. Но в компании надеются, что после вступления Китая в ВТО будут сняты национальные ограничения на импорт нефти и ситуация радикально изменится.

Итак, “ЮКОС” сделал шаг по направлению к давно заявленной цели - увеличению доли акций, обращающихся на рынке, и, следовательно, их ликвидности. Можно предположить что, в долгосрочных планах главного акционера компании - снизить вес своего пакета до 49 процентов[29], теоретически отдав контрольный пакет миноритарным акционерам. Поскольку при этом рыночная цена доли, остающейся в руках менеджмента, не должна упасть, а, наоборот, значительно вырасти, резервы роста акций компании вполне поддаются оценке.

Не секрет, что менеджмент компании поставил перед собой цель поднять капитализацию ЮКОСа как можно выше, а затем продать крупный пакет стратегическому инвестору.

Действия менеджмента заставляют прийти к выводу, что период целенаправленного повышения цен акций закончился и наступила стадия продажи.

Учитывая широкую практику манипуляций на российском рынке ценных бумаг, а также спекулятивные операции большинства российских брокеров-дилеров, можно совсем под другому посмотреть на рост капитализации компании.

Изучая историю торгов акций «ЮКОСА» по данным РТС с 1999 по 2003 год, можно прийти к выводу, что капитализация компании росла при низких оборотах. История торгов представлена на графике (Приложение №4)

Отличные финансовые результаты «ЮКОСА», поддерживались заранее оговоренным пулом брокерско-дилерских компаний, определяя рынок в заданном направлении.

Так что «ЮКОС», капитализация которого только за последний год выросла в три раза, еще удивит рынок. А пока ориентиры аналитиков достаточно скромны: по их мнению, справедливая цена акций «ЮКОСа» на основе модели денежных потоков равна 11,2 доллара.

#### **Вывод:**

**НК «ЮКОС» является привлекательной с точки зрения инвестиций. В то же время, компании характерна оптовая структура собственности. Более 61% акций контролируется «Groop Menater». Менеджмент компании представлен собственниками. Однако имеется тенденция к уменьшению контрольного пакета**

**Капитализация компании составляющая 14 млрд долларов, была достигнута в результате: 1) перехода на единую акцию 2) отказа от размывания доли миноритарных акционеров, 3) изменения дивидендной политики, 4) улучшения качества корпоративного управления 5) стабильных положительных финансовых результатов, превышающих средние показатели по отрасли.**

## **2.2 Привлечение инвестиций посредством комбинированного размещения конвертируемых корпоративных облигаций и акций на примере «Вымпелкома»**

**Конвертируемые облигации** - это ценные бумаги с фиксированной ставкой доходности, держатели которых имеют право до погашения конвертировать их в заранее определенное (с коэффициентом конвертации) количество акций компании-эмитента при условии, что цена акций превысила некоторый заранее определенный уровень (цену конвертации)[27].

Цена конвертации, как правило, устанавливается выше рыночной цены акций на момент размещения (соответствующее превышение названо конверсионной премией). Наличие конверсионной премии связано с тем, что облигация также обеспечивает инвесторам определенную фиксированную доходность, часть которой, как правило, выплачивается в виде купона.

Таким образом, к погашению накапливается определенная премия по отношению к цене размещения облигаций. При обычных условиях выпуска конверсионная премия находится в диапазоне 20-35% [16, стр. 54].

Для оценки параметров конвертируемых облигаций используются известные стандартные финансовые модели, рассматривающие их как простые облигации со встроенным опционом.

Конвертируемые облигации стали в последнее десятилетие необычайно популярным инструментом на мировом фондовом рынке. Рынок этих ценных бумаг сейчас оценивается более чем в 250 млрд долл [17, стр. 29].

Такой бурный рост объясняется тем, что такие облигации во многих отношениях предлагают и инвесторам, и эмитентам «лучшее из двух миров». Для инвестора такая бумага обеспечивает защиту от падения рынка акций компании. Действительно, если цена акций не превысила цены конвертации, то она погашается эмитентом как заемное обязательство, обеспечивая держателю приемлемую норму доходности.

Если же цена акции поднимается больше конвертационной премии за время держания, то инвестор имеет возможность получить акции успешно растущего эмитента. Разумеется, поскольку подобный опцион имеет ценность, фиксированная доходность, выплачиваемая по таким ценным бумагам, ниже, чем по обычным облигациям (в частности, доходность облигаций Вымпелкома, установленная на момент размещения, составила всего 11% в валютном эквиваленте, при том что доходность еврооблигаций РФ сопоставимого срока погашения в этот момент превышала 16%).

Эмитент конвертируемой облигации имеет возможность привлечь «дешевое» заемное финансирование, которое, возможно, даже не придется погашать, если динамика акций компании приведет к конвертации облигаций. «Обратной стороной медали» является размывание акционерного

капитала, однако оно, как правило, отложено во времени на несколько лет до срока погашения облигаций.

Разумеется, не всякий эмитент имеет возможность успешно разместить подобный инструмент. Поскольку конвертируемые облигации находятся между обычными акциями и простыми облигациями, эмитент должен соответствовать критериям двух разных категорий инвесторов.

С одной стороны, его акции должны иметь достаточную ликвидность и признание на фондовом рынке, с другой - у компании должны быть безупречный баланс, отчетность по западным стандартам и, предпочтительно, кредитный рейтинг. Таким эмитентом был «Вымпелком».

Идея выпуска конвертируемых облигаций была предложена также из соображений конъюнктуры рынка. Эмиссия конвертируемых облигаций позволила бы компании выйти на совершенно новый уровень инвесторов (конвертируемые облигации преимущественно покупают специализированные инвестиционные фонды, многие из которых не работают на рынке акций) и этим выделиться в ряду других российских эмитентов.

Компания признавала, что если бы на акции «Вымпелкома» был хороший спрос, то размещение их было бы не менее привлекательно и не влекло за собой бремени обслуживания долга, когда все средства нужно инвестировать в развитие сети и новых услуг. Поэтому было предложено размещать параллельные транши, чтобы иметь возможность варьировать объемы эмиссии конвертируемых облигаций и собственно акций в

зависимости от спроса. «Вымпелком» согласился с предложением, и началась подготовка.

При подготовке размещения в течение четырех месяцев необходимо было решить много юридических вопросов и увязать требования российского законодательства и американской Комиссии по ценным бумагам и биржам, часто взаимоисключающие друг друга. Первым шагом в подготовке размещения явилась эмиссия собственно акций «Вымпелкома», которые позже стали основой конвертации.

Эмиссия была необходима потому, что на момент размещения конвертируемых облигаций соответствующие акции должны уже были существовать. Инвесторы не берут на себя риски того, что позже, когда подойдет время конвертации, эмитент может оказаться не в состоянии найти (или выпустить) необходимое количество акций.

Подобные риски особенно актуальны в условиях российского фондового рынка. Однако согласно условиям российского законодательства российский эмитент имеет право держать акции на балансе только в течение года, в то время как срок погашения конвертируемых облигаций составляет несколько лет (в случае «Вымпелкома» - пять). В связи с этим акции должна была выкупать по закрытой подписке и держать в собственности сторонняя компания, контролируемая «Вымпелкомом». Такое решение было принято на внеочередном собрании акционеров. Некоторые из возникавших структурных вопросов удавалось решить быстро благодаря опыту эмиссии конвертируемых облигаций «ЛУКОЙЛа», которые также были размещены

банком UBS Warburg. Стоит отметить, что над подготовкой размещения вместе с финансовыми советниками и ведущими менеджерами работали юристы и аудиторы самой высокой квалификации.

При подготовке последнего этапа, на котором осуществляется маркетинг новой эмиссии среди инвесторов, могли появиться некоторые трудности. Во-первых, в течение II кв. 2000 г. российский рынок находился на спаде. Во-вторых, можно было ожидать, что инвесторы будут неизбежно сравнивать финансовые показатели «Вымпелкома» с аналогичными показателями «МТС».

В-третьих, 2000 год оказался на редкость насыщенным размещениями акций сотовых компаний развивающихся рынков: практически перед «Вымпелкомом» на рынок вышли российский «МТС» и турецкий сотовый оператор «Turkcell».

Многие инвесторы неоднозначно восприняли размещение отечественных компаний, считая, что их акции были оценены слишком высоко. Несмотря на то, что эмиссии обеих компаний были полностью размещены, на вторичном рынке наблюдалась отрицательная динамика котировок практически по всем показателям. Возникла опасность, что рынок будет перенасыщен акциями сотовых компаний.

Для преодоления трудностей необходимо было четко раскрыть инвестиционную привлекательность «Вымпелкома» как сотового оператора, показать перспективы роста российского рынка в целом и московского рынка сотовой связи в частности. Кроме того, в ходе маркетинга требовалось

добиться максимальной заинтересованности как инвесторов, работающих с акциями развивающихся телекоммуникационных компаний, так и специалистов по конвертируемым облигациям.

Эта задача ложилась, во-первых, на менеджмент компании, выступающий перед инвесторами с презентациями, а во-вторых, на финансовых аналитиков ведущего менеджера эмиссии. После того как были получены последние разрешения на проведение размещения в России и подана открытая заявка в американскую Комиссию по ценным бумагам и биржам, началась двухнедельная программа так называемого премаркетинга.

В течение этого времени аналитики банка, занимающиеся, с одной стороны, телекоммуникациями и, с другой стороны, конвертируемыми облигациями, провели более 50 встреч с основными инвесторами в Америке и Европе. Период премаркетинга чрезвычайно важен в любом размещении, поскольку позволяет оценить первую реакцию рынка на предложение ценных бумаг и интерес инвесторов к компании. На основе этой информации можно уточнить программу маркетинга и начальный диапазон, в котором будет заявлена цена размещения.

Вскоре после премаркетинга аналитиков началось так называемое роуд-шоу - поездка, в которой руководство компании проводит презентации и встречи со всеми потенциальными инвесторами. Вымпелком подошел к ней чрезвычайно серьезно.

В течение более двух недель руководство компании встретилось со 176 инвесторами, причем в ходе 67 встреч - один на один - в 11 городах Европы и Америки.

Для того чтобы охватить наибольшее число потенциальных покупателей, были сформированы две группы из представителей компании и инвестиционного банка, которые распределили маршруты поездки. Маркетинг также проводился через Интернет. На специальном Web-сайте «UBS Warburg», называемом Deal Key, инвесторы могли получить в режиме on-line полный проспект эмиссии, просмотреть презентацию компании и разместить заказ на покупку ценных бумаг. Таким образом, в итоге было размещено 45% конвертируемых облигаций.

С начала роуд-шоу начался сбор предварительных заявок от инвесторов, т.е. формирование книги заявок. На этапе маркетинга это - одна из основных задач ведущего менеджера и букраннера эмиссии. Залог успешного размещения заключается в том, чтобы обеспечить заметное превышение спроса над возможным объемом размещения. В таких случаях недостаточно только собрать количество заявок для покрытия объема размещения.

Рынок очень часто формируют небольшое число очень крупных инвестиционных фондов с много миллиардными объемами активов. Несколько заказов от таких игроков могут полностью закрыть объем размещения. Если спрос незначительно превышает объем предложения, то каждый крупный заказ может стать определяющим в успехе размещения. Из-

за этого крупные фондовые игроки могут вынудить эмитента разместить ценные бумаги по наименьшей цене. Если же спрос превышает предложение в несколько раз, как это было в рассматриваемом случае, у компании и ее советника имеется возможность выбирать наиболее привлекательные условия размещения и тех инвесторов, которых компания хочет видеть в качестве акционеров.

В таких случаях имеется возможность продать большие пакеты акций в руки солидных инвесторов с хорошей репутацией и долгосрочной стратегией, уменьшив долю спекулятивно настроенных инвесторов, действия которых часто отрицательно влияют на динамику акций компании после размещения.

Ситуация на мировом рынке в преддверии размещения не была особенно благоприятной. Цены на акции компаний сектора телекоммуникаций, информационных технологий и средств массовой информации на мировых рынках оставались нестабильными. Акции «Turkcell» к моменту начала размещения «Вымпелкома» котировались ниже цены размещения, рынок акций российских компаний был вялым.

Положительным фактором явилось то, что котировки российских облигаций оставались устойчивыми. Возможно, поэтому в начале размещения спрос на конвертируемые облигации опережал спрос на транш акций. Именно здесь и подтвердилась правильность решения размещать параллельно два транша. Спрос на конвертируемые облигации спровоцировал рост спроса на акции. С самого начала было заявлено, что

окончательный объем каждого транша будет установлен в зависимости от спроса.

Две группы инвесторов стали фактически конкурировать друг с другом за объемы соответствующих траншей. В последние 48 часов спрос на акции существенно обогнал спрос на облигации и в момент закрытия книги заявок превышал планируемый объем транша в 7,3 раза. Спрос на конвертируемые облигации превышал размер транша примерно в 3 раза.

В связи с этим структура эмиссии была изменена: объем транша акций был увеличен с 1/3 до 2/3 от эмиссии, а объем размещения облигаций был соответственно уменьшен. В итоге общий спрос составил более 1 млрд долл., превысив объем предложения почти в 5 раз. Большой объем спроса на акции пришелся на долю американских инвесторов, в то время как по конвертируемым облигациям ситуация была противоположной европейские инвесторы сыграли здесь определяющую роль. Такая картина была вполне ожидаемой. Конвертируемые облигации являются, по сути, менее рискованным инструментом, чем акции, и более приемлемы для европейских инвесторов, которые, как правило, более консервативны.

Подобный объем спроса позволил установить цену размещения практически на верхней границе заявленного диапазона. Акции были размещены с нулевым дисконтом к рыночной цене на момент размещения (в случае менее удачного размещения пришлось бы устанавливать дисконт на новую эмиссию). Общая доходность по облигациям была установлена на уровне 11%, т.е. на нижней границе заявленного диапазона (11-12%)[16, стр.

34]. Однако доходность по конвертируемым облигациям взаимосвязана с двумя параметрами - купоном и конверсионной премией: чем ниже купон, тем выше конверсионная премия.

На основании анализа предварительных заявок стало ясно, что спрос практически нечувствителен к величине конверсионной премии. В связи с этим она была установлена на максимальном уровне 25% (в диапазоне 20-25%), что позволило уменьшить купон до 5,5% (Приложение №5).

Существенное превышение спроса над предложением при размещении, безусловно, приятно и эмитенту, и инвестиционному банку, ответственному за размещение, но таит одну опасность. На вторичном рынке может возникнуть перегрев, когда сразу после размещения цена акций компании может резко и неоправданно взлететь за счет неудовлетворенного спроса. За этим, как правило, следует коррекция, что создает нервозность среди участников размещения.

Поэтому в задачу букраннера эмиссии входит стабилизация торгов в первые часы и дни после размещения. Для этого в распоряжении банка имеется так называемый дополнительный транш (overallotment option или green shoe). Это резерв ценных бумаг, который банк может продать по своему усмотрению сразу после размещения для удовлетворения избыточного спроса.

Дополнительный транш составлял 7 млн долл. по облигациям и 9,5 млн долл. по акциям. Соответствующие акции были частично зарезервированы из новой эмиссии, а частично выкуплены у существующих акционеров

компании. Все эти ценные бумаги были проданы в первые 24 часа после начала торгов. Можно предположить, что успех размещения новых эмиссий «МТС» и «Вымпелкома» оказал положительное влияние на российский рынок ценных бумаг в целом, поскольку продемонстрировал, что ведущие российские эмитенты снова могут привлекать крупномасштабные инвестиции на своих условиях.

Цена размещения конвертируемых облигаций «Вымпелкома» практически не отличается от размещения ценных бумаг телекоммуникационных компаний на других, более стабильных, развивающихся рынках в Латинской Америке или Восточной Европе.

**Вывод: Конвертируемые облигации позволяют эмитенту в зависимости от своих целей и прогнозов будущего развития рынка, привлечь инвесторов благоприятными условиями, а с другой - направить развитие событий по выгодному для себя руслу.**

**В то же время конвертируемые облигации - значительно более сложный инструмент, чем простые облигации, и их выпуск требует хорошего владения соответствующим аппаратом.**

**Используя эмиссии конвертируемых облигаций и АДР компания «Вымпелком» смогла привлечь 225,4 млн долл.**

### **Глава 3. Модельные финансовые продукты, позволяющие защитить интересы собственников предприятия при привлечении инвестиций.**

#### **3.1 Организация облигационного займа в форме корпоративных облигаций.**

*Россия* представляет собой пример долговой экономики, в которой система финансирования основана на долговых обязательствах (а не на акциях). Даже во времена наивысшего подъема российского рынка акций в 1996-1997 гг. масса внутренних долговых обязательств, включая векселя, в несколько раз превышала капитализацию рынка акций.[14, стр. 117]

Я уверен, что корпоративные облигации как инструмент привлечения инвестиций, будут актуальны как для крупных компаний, так и для динамично развивающегося среднего бизнеса.

Рынок корпоративных облигаций развивается динамично. По результатам 2002 года только на ММВБ 57 эмитентов разместили 67 выпусков на общую сумму 47,6 млрд руб. — почти вдвое больше, чем годом ранее. Ликвидность рынка выросла еще больше: среднедневной оборот увеличился со 159 млн руб. в 2001 году до 403 млн руб. в 2002-м.[31]

Аналитики, отмечая успехи рынка корпоративных облигаций, отмечают следующие особенности рынка, несущие в себе риски.

Во-первых, здесь нет реального конечного держателя облигаций. Так, зачастую выпуск находится на балансе компаний, близких эмитенту, или в

книге учета банков, которые при первой возможности стараются сбросить эти облигации.

Во-вторых, долгосрочные облигации расцениваются рынком как краткосрочные (например, при безотзывной оферте очень высока вероятность, что эмитенту придется самому выкупать весь выпуск).

В-третьих, очень низка эффективность работы рейтинговых агентств, в частности, они перестраховываются, занижая рейтинг эмитента, что зачастую служит причиной сброса держателями его облигаций.

И все же для российских организаций корпоративные облигации являются одним из наиболее перспективных источников финансирования инвестиций, а также удовлетворения потребностей в оборотных средствах.

Выпуск корпоративных облигаций имеет ряд преимуществ по сравнению с альтернативными вариантами привлечения средств (векселя, банковские кредиты). Эти долговые обязательства дают возможность одновременно привлекать на открытом рынке средства многих кредиторов, что обеспечивает снижение стоимости заемных ресурсов.

Облигации не ставят предприятие в зависимость от одного или двух крупных кредиторов и, соответственно, не подвергают менеджмент компании риску перехвата контроля в управлении компанией.

Данный инструмент дает возможность использования более гибких форм обеспечения займов (в том числе за счет гарантий третьих лиц), а также формируют публичную кредитную историю эмитента, что в будущем

позволяет снижать стоимость заемных ресурсов и обеспечивает доступ на международные рынки капитала.

Каким требованиям должна удовлетворять компания, чтобы эмитировать корпоративные облигации?

Эмитент облигаций (при их публичном размещении) должен иметь прибыль (или как минимум не быть убыточным) и высокую степень ликвидности. Другими словами, его финансовые показатели должны свидетельствовать о том, что компания способна выплатить как сумму к погашению, так и объявленный купонный доход.

Для формирования положительного инвестиционного образа эмитентам необходимо быть открытыми по отношению к потенциальным инвесторам и общественности в части предоставления всеобъемлющей и полной информации обо всех сторонах деятельности предприятия на всех ее этапах.

Процедура эмиссии корпоративных облигаций, сопряжена с расходами на уровне минимум \$15 тыс. плюс 2—3% от объема выпуска. Поэтому сумма, которую есть смысл привлекать таким образом, составляет не менее \$1—2 млн [31]. Следовательно, выпуск облигаций полезен, прежде всего, крупным предприятиям и быстро растущим средним компаниям.

При разработке выпусков рублевых корпоративных облигаций важно понимать, что параметры облигационного займа - это результат взаимодействия двух переменных. С одной стороны, на параметры займа влияют рыночные факторы, с другой - определенные правила регулирования.

И те, и другие накладывают определенные ограничения на структуру и характер займа.

Тем не менее, можно выделить несколько правил, следование которым существенно увеличивает шансы на успешное размещение выпуска облигаций.

### **Правило первое.**

Сегодня максимальный срок инвестирования средств в рублях, к которому готовы участники рынка корпоративных облигаций, составляет около года. Это связано с тем, что у основных участников рынка - банков - по-прежнему короткие пассивы, а ликвидность облигаций все еще остается довольно низкой.

Поэтому при отсутствии оферты или досрочного погашения по долгосрочным облигациям их будет крайне сложно разместить на рынок даже при высоком уровне доходности.

Вместе с тем организация выпуска облигаций связана с определенными расходами, которые в среднем составляют 2-3% от объема выпуска, а также затратами времени (на организацию займа требуется по меньшей мере 2,5-3 месяца). Из-за этого многие эмитенты предпочитают размещать займы с большими сроками обращения. Если при сроке обращения 1 год накладные расходы увеличивают стоимость заимствования на 2-3%, то при увеличении срока до 3 лет расходы в годовом исчислении снижаются до 0,7-1% [21, стр.53]. Для многих эмитентов это весьма существенный выигрыш. Казалось бы, что наилучшим решением в такой

ситуации было бы размещение облигаций с максимально возможным сроком обращения (5 лет и более).

Однако на рынке очень мало таких выпусков (Приложение №6). Срок обращения более 3 лет - обычно не оптимальный выбор для эмитента. Почему? Для того чтобы удлинить сроки заимствования, компании вынуждены выпускать облигации с достаточно сложной структурой.

Рынок корпоративных облигаций развивается очень быстро, поскольку быстро меняются предпочтения инвесторов. В частности, увеличивается срок, на который участники рынка готовы инвестировать без оферты.

До тех пор, пока структура облигационных выпусков претерпевает значительные изменения, либо реагируя на предпочтения инвесторов, либо подчиняясь новым правилам регулирования рынка, наилучшим решением будет умеренный срок обращения облигационного займа. Через 2-3 года вполне вероятно, что российские предприятия смогут размещать 2-3-летние выпуски без промежуточных оферт и без привязки процентной ставки к различным индикаторам.

### **Правило второе.**

Определенное преимущество облигаций перед банковскими кредитами состоит в том, что они могут выпускаться без обеспечения, тогда как по кредитам банки, как правило, требуют обеспечения. По закону, необеспеченные облигации компания может начать выпускать не ранее третьего года своего существования.

В этом случае объем выпуска необеспеченных облигаций ограничен уставным капиталом эмитента. Молодые компании либо предприятия с небольшим уставным капиталом имеют право только на эмиссию обеспеченных облигаций - обеспечение может предоставляться как в форме имущества, так и поручительства.

Зачастую крупные предприятия, известные на рынке, но не имеющие достаточного уставного капитала, довольно формально подходят к вопросу поручительства по облигациям. Несмотря на то, что законодательство не выдвигает прямых требований к поручителю, по принятой практике его стараются выбрать таким образом, чтобы чистые активы были достаточными для исполнения обязательств по облигациям в случае дефолта заемщика.

Для компаний, неизвестных инвесторам, имя и финансовое состояние поручителя может иметь огромное значение, снижая стоимость заимствований на несколько процентных пунктов. А слабые заемщики даже при наличии значительного уставного капитала, должны искать поручителя.

Так или иначе нежелательно, чтобы объем заимствований превышал 10-15% от годового оборота компании даже при условии высокой рентабельности бизнеса. Это примерно тот объем, который стабильно работающая компания может аккумулировать при неблагоприятной ситуации, т.е. в случае отсутствия возможности рефинансировать облигационный займ.

То же правило действует и в отношении поручителя по облигациям. Именно по этой причине пороговым объемом продаж для потенциальных эмитентов облигаций называют 2,5-3 млрд руб. (Приложение №7)

### **Правило третье.**

Для профессионального западного инвестора, скрупулезно анализирующего все риски, связанные с покупкой ценных бумаг, даже наличие оферты по облигациям представляет большую проблему.

Дело в том, что оферта не является «встроенным» опционом и у нее есть свои специфические риски. Российские инвесторы, напротив, готовы покупать облигации со сроком обращения более года только при наличии такой оферты. В случае же если по облигациям предусмотрен переменный купон, то «правильный» иностранный инвестор будет анализировать, каковы ценовые риски на рынке базового актива.

К числу особенностей, осложняющих выпуск облигаций, относится все, что делает инструмент нестандартным, в частности:

1. переменная ставка купона;
2. высокая частота оферт (для сегодняшнего рынка - чаще чем один раз в полгода);
3. неравномерные купонные выплаты;
4. нехарактерная для рынка база расчета купона (стандартом на российском рынке при расчете купона является фактическое число дней в году и купонном периоде, поэтому если для расчетов число дней

в году принимается равным 360, то это представляет неудобство для инвесторов);

5. неравномерный график погашения (амортизационные выпуски).

Общее правило таково, что, чем проще структура инструмента, тем лучше для инвесторов. По простому инструменту (облигациям с фиксированным купоном и без промежуточных офферт) легко рассчитать доходность к погашению, в то время как по некоторым видам облигаций с плавающей ставкой это сделать невозможно.

Как показывает практика, бумаги с более понятной структурой активнее торгуются на вторичном рынке, а значит, в перспективе для эмитента будет снижаться стоимость заимствований.

Следование этому правилу означает, что если у эмитента нет причин ожидать резкого снижения процентных ставок на рынке, по облигациям более предпочтительна фиксированная ставка купона.

### **Правило четвертое**

Срок, прошедший с начала существования рынка корпоративных облигаций, весьма невелик, и еще не было прецедентов дефолта.

Объем заимствований не должен превышать возможности компании по обслуживанию, но есть еще один вид риска, который приемлем далеко не для всех стабильно работающих компаний. Это - валютный риск.

Известно, что после кризиса значительные проблемы с погашением задолженности испытывали те из российских компаний, которые успели привлечь внешнее финансирование.

Общее правило заключается в том, что если основная доля поступлений у предприятия - рублевая, то и облигационный займ не должен предусматривать валютных компенсаций. Исключение было бы возможно только в случае заимствования на короткий срок (до 6 месяцев) и в том случае, когда у эмитента есть веские основания ожидать, что курс рубля будет стабильным в течение периода обращения облигаций.

Однако, как уже отмечалось, высокие накладные расходы при эмиссии краткосрочных облигаций (5-6% в годовом исчислении для 6-месячных выпусков) делают такие заимствования бессмысленными для предприятий.

Для тех компаний, которые имеют значительный объем продаж в валюте или чья выручка индексируется к валютному курсу, наличие «валютной оговорки» может давать дополнительные преимущества при эмиссии облигаций.

Причем эти преимущества проявляются не столько в пониженной ставке, сколько в удлинении сроков заимствований. Сегодня «хороший» эмитент может разместить выпуск облигаций со сроком обращения/периодичностью оферты, равным 1 году. Для выпусков облигаций с «валютной оговоркой» этот срок увеличивается до 1,5-2 лет.

При подготовке предприятия к эмиссии корпоративных облигаций возрастает роль информационных технологий.

### **3.1.1 Автоматизация документооборота предприятия при подготовке к эмиссии корпоративных облигаций**

Создание эффективной системы циркуляции документопотоков на предприятии является сегодня одним из важных факторов повышения конкурентоспособности фирмы, организации, учреждения.

По некоторым оценкам, отсутствие надежной и отлаженной системы документооборота приводит к потере до 10% документов, циркулирующих в российских организациях и компаниях. Современный уровень развития науки и техники позволяет решить эту проблему наиболее эффективно, используя передовые информационные технологии.

Развитие информационных технологий позволяет возложить решение этих проблем на корпоративные информационные системы (КИС), которые, как правило, проектируются и создаются, исходя из конкретных потребностей данного предприятия.

В целом такая система ориентирована на решение задач, связанных с управлением деятельностью предприятия, будь то стратегическое планирование, управление бизнесом, персоналом, процессами, реорганизацией.

Рассмотрим одну из таких автономных систем класса WorkFlow, которая ориентирована на использование как в крупных структурах (корпоративный вариант, проектируемый под требования конкретного заказчика), так и в сфере малого и среднего бизнеса.

Система OPTIMA-WorkFlow российской компании OPTIMA предназначена для управления процессами создания, обработки, тиражирования, хранения документов и иных информационных объектов, а

также для организации и автоматизированного выполнения основных процедур современного делопроизводства.

Отметим основные достоинства системы.

1) **Масштабируемость и управляемость.** Реорганизация документооборота не требует повторной переналадки работающей системы и проводится без ее остановки. Система начинает работать практически сразу после выполнения несложных настроечных процедур. Она может вводиться в строй как «под ключ», так и поэтапно, охватывая прежде всего критические участки делопроизводства и постепенно распространяясь в масштабе всего предприятия. При первичной установке системы не требуется предварительного дорогостоящего предпроектного обследования или реорганизации деловых процессов на предприятии (в учреждении), так как подобные процедуры могут быть безболезненно выполнены впоследствии.

2) **Простота и гибкость.** Система разработана с таким расчетом, чтобы предоставить пользователям простой способ управления и использования наиболее популярных платформ для организации коллективной работы с информацией. Система не требует от пользователей дополнительных доработок или программируемых настроек. Адаптация системы к конкретным условиям проводится гибкими и простыми в использовании средствами визуальной конфигурации.

Кроме этого, система рассчитана на совместное использование электронных и обычных (бумажных) документов. Ни от пользователей, ни от руководителей не требуется специальной подготовки в области

компьютерных технологий или освоения какой-либо научной методики: в большинстве случаев достаточно здравого смысла и некоторого опыта канцелярской работы.

Разработчики WorkFlow максимально расширили смысл понятия «документ» - в этой системе документом может быть текстовый файл, таблица, изображение документа, прочитанное сканером, документ, поступивший по факсу.

**3) Стабильность и интегрируемость с наиболее популярной платформой.** Система базируется на популярной платформе - Microsoft Exchange Server, а также оптимизирована для использования в окружении программных продуктов семейства Microsoft Office, что позволяет решать весь спектр типовых задач по обработке данных. В работе по обслуживанию процесса документооборота и при обработке документов используются стандартные программные средства Microsoft.

**4) Экономия капиталовложений.** Система OPTIMA-WorkFlow совместима с любыми приложениями, работающими в системах MS Windows или MS-DOS. Если же к этому добавить, что все больше и больше организаций постоянно используют в своей деятельности системное и пользовательское программное обеспечение компании Microsoft (MS BackOffice, MS Office), то внедрение интегрированного решения подразумевает значительную экономию капиталовложений.

**5) Открытая архитектура «клиент-сервер».** В процессе работы система способна накапливать не только учетные данные

делопроизводственного характера, но и любые другие сведения, вводимые пользователем в базу данных. Кроме этого, пользователи могут наращивать базовые возможности системы, дополняя ее своими собственными прикладными разработками. Технология «клиент-сервер» позволяет использовать все преимущества современных вычислительных средств, построенных на базе наиболее популярных аппаратных платформ.

**6) Надежность.** Благодаря использованию единого централизованного хранилища документов обеспечивается высокая надежность и управляемость, удобный, быстрый и подконтрольный доступ пользователей к информации. Система способна упорядоченно хранить все варианты (версии) документа, прошедшего многократную переработку. Это позволяет быстро восстановить «историю процесса» или разыскать исходные тексты, необходимые в качестве образцов.

**7) Прямое оперативное управление и контроль исполнения работ.** В системе OPTIMA-WorkFlow поддерживается прямое оперативное управление процессом документооборота. Весь процесс движения документов система отслеживает и фиксирует в журналах.

В случаях, требующих детального контроля исполнительской дисциплины, это позволяет организовать не только сам контроль, но практику оповещений ответственных лиц о возникновении исключительных ситуаций или задержек.

**8) Свобода в принятии решения.** Система позволяет организовать и спланировать выполнение работ с документами как по

заранее predetermined маршрутным технологическим схемам, так и с предоставлением исполнителям определенной свободы в принятии решения. Система способна перенастраиваться без перерыва в режиме нормальной эксплуатации, что позволяет вводить изменения и улучшения в порядок работы с документами по мере необходимости.

Процесс обработки документов является единым и «прозрачным» для всех пользователей системы независимо от территориального расположения рабочих станций, серверов, степени их удаленности и используемых видов связи. Системе не требуются постоянные (выделенные) каналы связи - достаточно телефона. Процессы обработки документов могут управляться и контролироваться в масштабе всей системы или любой ее части.

**9) Защита информации.** Все документы, правила их обработки, маршруты рассылки и служебная информация защищены системой от несанкционированного доступа. Системой поддерживаются стандарты защиты, принятые для систем гарантированной стойкости, а также используются современные методы криптографической защиты и средства «электронной подписи».

Таким образом, своевременное внедрение корпоративных информационных систем позволяет предприятиям автоматизировать документооборот при подготовке эмиссии ценных бумаг.

**Вывод: Корпоративные облигации дают возможность одновременно привлекать на открытом рынке средства многих кредиторов, что обеспечивает снижение стоимости заемных ресурсов.**

**Облигации не ставят предприятие в зависимость от одного или двух крупных кредиторов и, соответственно, не подвергают менеджмент компании риску перехвата контроля в управлении компании Эмитент облигаций (при их публичном размещении) должен быть прибыльным. Процедура эмиссии корпоративных облигаций, сопряжена с расходами на уровне минимум \$15 тыс. плюс 2—3% от объема выпуска. Поэтому сумма, которую стоит привлекать составляет не менее \$1—2 млн. Следует руководствоваться следующими правилами при эмиссии облигаций: 1)Срок заимствований не более 3 лет 2)Ограничения на объем заимствований - не более 10-15% от годового оборота компании 3) Инструмент должен ориентирован на потребности инвестора и не быть очень сложным 4) Для компаний, не имеющих экспортной выручки, лучше не делать «валютной оговорки».**

### **3.2. Эмиссия привилегированных акций как инструмент привлечения инвестиций и метод разрешения корпоративных конфликтов.**

Одним из наиболее распространенных источников корпоративного финансирования является выпуск привилегированных акций. Данный способ привлечения инвестиций весьма широко распространен в мировой практике и является сейчас одним из самых признанных и удачных способов финансирования при слияниях.

Его явные преимущества для собственников (акционеров) компании состоят в том, что, с одной стороны, финансовые ресурсы, в отличие от заемных средств, привлекаются на бессрочной основе (привилегированные акции не имеют срока погашения), но в то же время не происходит перераспределения степени влияния и контроля над бизнесом в пользу новых инвесторов (как в случае выпуска обыкновенных акций).

С другой стороны, инвестору, по каким-либо причинам не желающему участвовать в управлении бизнесом, привилегированные акции обеспечивают больший текущий доход по сравнению с обыкновенными, а также обеспечивают прибыль от прироста курсовой стоимости в случае положительной реализации стратегии развития компании.

Актуальность использования привилегированных акций как источника привлечения инвестиций будет возрастать, в условиях ожидаемого экономического роста, улучшения инвестиционного климата и развития сегментов финансового рынка.

Как известно российская экономика носит долговой характер финансирования. В некотором смысле привилегированная акция является бессрочной облигацией.[23, стр.410] По ней каждый год инвестору должен выплачиваться фиксированный доход. Его величина может быть указана в процентах от номинальной стоимости акций или непосредственно в рублях.

Рассмотрим характеристики данного инструмента с точки зрения российского законодательства. Привилегированная акция является долевым ценной бумагой и дает владельцу право:

- 1) на получение дивидендов;
- 2) на получение части стоимости в случае ликвидации акционерного общества.

Размер дивиденда и стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям, в отличие от обыкновенных акций, определяются его уставом.

Они определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций; размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными также, если Уставом установлен порядок их определения.

Уставом общества может быть установлено, что невыплаченный или не полностью выплаченный дивиденд по привилегированным акциям, размер которого определен в Уставе, накапливается и выплачивается впоследствии (кумулятивные привилегированные акции).

В Уставе могут быть определены также возможность и условия конвертации привилегированных акций определенного типа в обыкновенные акции или привилегированные акции иных типов.

Акционеры - владельцы привилегированных акций не имеют права голоса на общем собрании акционеров, исключение составляет ряд случаев, определенных в законе «Об акционерных обществах»[2]:

1. акционеры - владельцы привилегированных акций участвуют в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества;

2. акционеры - владельцы привилегированных акций определенного типа приобретают право голоса при решении на общем собрании акционеров вопросов о внесении изменений и дополнений в Устав общества, ограничивающих права акционеров - владельцев этого типа привилегированных акций, включая случаи определения или увеличения размера дивиденда и/или определения или увеличения ликвидационной стоимости, выплачиваемых по привилегированным акциям предыдущей очереди, а также предоставления акционерам - владельцам иного типа привилегированных акций преимуществ в очередности выплаты дивиденда и/или ликвидационной стоимости акций;

3. акционеры - владельцы привилегированных акций определенного типа, размер дивиденда по которым определен в Уставе общества, за исключением акционеров - владельцев кумулятивных привилегированных акций, имеют право участвовать в общем собрании

акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым собранием акционеров, на котором не было принято решение о выплате дивидендов или не было принято решение о неполной выплате дивидендов по привилегированным акциям этого типа. Право акционеров - владельцев привилегированных акций такого типа участвовать в общем собрании акционеров прекращается с момента первой выплаты по указанным акциям дивидендов в полном объеме;

4. акционеры - владельцы кумулятивных привилегированных акций имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором должно было быть принято решение о выплате по этим акциям в полном размере накопленных дивидендов, если такое решение не было принято или было принято решение о неполной выплате дивидендов по привилегированным акциям этого типа. Право акционеров - владельцев кумулятивных привилегированных акций участвовать в общем собрании акционеров прекращается с момента выплаты всех накопленных по указанным акциям дивидендов в полном размере.

Общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов по обыкновенным акциям, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по всем типам привилегированных акций, размер дивиденда по которым определен Уставом.

Источником выплат дивидендов является чистая прибыль акционерного общества за текущий год, но для выплаты дивидендов по

привилегированным акциям обществом могут создаваться специально предназначенные для этой цели фонды.

Таким образом, из вышесказанного следует, что, с одной стороны, держатели привилегированных акций имеют преимущество перед держателями обыкновенных акций в получении текущего дохода (приоритет в очередности и гарантированность уровня дивидендных выплат), а также первоочередность исполнения обязательств перед акционерами в случае ликвидации акционерного общества.

С другой стороны, возможность участия акционеров - владельцев привилегированных акций в управлении компанией и соответственно распределении большей части денежных потоков крайне ограничена.

Привилегированные акции имеют ряд характеристик долговых инструментов, которые ведут к ограничению рисков их владельцев (но соответственно и к уменьшению потенциальной доходности), а в структуре инвестированного в компанию капитала занимают промежуточное положение между обыкновенными акциями и облигациями.

Кроме того, согласно существующему законодательству имеется ряд случаев, когда акционерное общество не вправе принимать решение о выплате (объявлении) дивидендов, в том числе и по привилегированным акциям, а именно:

- 1) до полной оплаты всего уставного капитала общества;
- 2) до выкупа всех акций, которые должны быть выкуплены согласно законодательству об акционерных обществах;

3)если на момент выплаты дивидендов общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с действующими нормативными актами или указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;

4)если стоимость чистых активов общества меньше его уставного капитала и резервного фонда, а также величины превышения над номинальной стоимостью определенной Уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов.

По своим свойствам привилегированная акция весьма близка к облигации - обеспечивает выплату владельцу определенного ежегодного дохода, но отличается тем, что в случае нарушения этого обязательства владелец становится акционером с правом голоса по всем вопросам собрания акционеров.

Таким образом, привилегированную акцию можно рассматривать как синтетический инструмент, состоящий из облигации и опциона - права на конвертацию в обыкновенную акцию. Соответственно стоимость привилегированной акции будет равна стоимости облигации и стоимости такого опциона.

Как известно, стоимость опциона тем выше, чем выше степень неопределенности ожидаемого результата, и наоборот. Тогда в условиях высокой степени предсказуемости дивидендных выплат стабильно функционирующего предприятия стоимость привилегированных акций будет

определяться стоимостью права на получение регулярного текущего дохода (т.е. облигации), а стоимость права на конвертацию акций (опциона) будет незначительна. Наоборот, при высоком риске невыполнения обязательств выплаты дивидендов по привилегированным акциям их стоимость будет почти полностью определяться стоимостью опциона.

### **Изменения в законодательстве**

Важнейшей причиной, по которой привилегированные акции российских компаний торговались с дисконтом к обыкновенным акциям, являлся низкий уровень защиты прав владельцев привилегированных акций. Спрэд между котировками обыкновенных и привилегированных акций мог достигать до 58% .[7, стр.52]

Дело в том, что законодательство предоставляет владельцам право голосовать по вопросам внесения изменений в устав, затрагивающих их интересы, однако не дает возможности отдельно голосовать владельцам привилегированных акций.

Согласно законодательству привилегированные акции не могут составлять более 25% уставного капитала.

До внесения поправок в закон «об Акционерных обществах» существовал следующий порядок. Для внесения изменений в устав требовалось 75% + 1 голос, то суммы голосов всех владельцев обыкновенных акций плюс голос одного владельца привилегированных акций было достаточно для внесения изменений в устав, позволяющих **снизить стоимость привилегированных акций до нуля.**

Так как выплата высокого уровня дивидендов по привилегированным акциям не в интересах владельцев обыкновенных акций, то, как только компания станет прибыльной, доля прибыли, идущей на дивиденды владельцам привилегированных акций, становится предметом беспокойства владельцев обыкновенных акций. Это делает привилегированные акции ценным, но слабо защищенным активом.[7, стр.53]

Уставы некоторых компаний предоставляют владельцам привилегированных акций право отдельного голосования по некоторым вопросам, однако не ясно, предоставляется ли владельцам привилегированных акций право блокировать голосование по вопросу исключения этого положения из устава компании.

Для прекращения дискриминации владельцев привилегированных акций законодателями были приняты поправки, которые существенно меняют положение дел в благоприятную сторону.

Теперь насильственное изменение структуры привилегированных акций станет практически невозможным.

Согласно статье 32 закона об «Акционерных обществах»[2] изменения в уставе, затрагивающие интересы владельцев привилегированных акций, должны быть одобрены 75% всех владельцев обыкновенных акций и 75% всех владельцев привилегированных акций. Важно именно то, что требуется одобрение 75% общего числа владельцев акций каждой категории, а не только 75% от присутствующих на собрании.

Как правило, в собраниях акционеров участвует не более 80% владельцев обыкновенных акций. По владельцам привилегированных акций такой статистики нет, однако можно предположить такой же процент участия - существенную часть их составляют сотрудники эмитента, владеющие небольшими пакетами привилегированных акций.

Следовательно, теоретически станет возможным, что даже менее 5% владельцев привилегированных акций будут в состоянии блокировать любые критически важные изменения в уставе, непосредственно затрагивающие их права.

Согласно поправкам в случаях невыплаты дивидендов владельцам привилегированных акций им предоставляется право голоса наравне с владельцами обыкновенных акций до тех пор, пока выплаты дивидендов не будут возобновлены, независимо от причин приостановки их выплаты.

Отвечая на вопрос: «Какие компании будут эмитировать привилегированные акции и на каких условиях?», можно сформулировать следующие черты компании:

- 1) высокий уровень корпоративной культуры, т.е. компания дорожит своим имиджем.
- 2) высокая концентрация собственности компании в руках топ менеджеров.
- 3) для компании характерна продуманная дивидендная политика
- 4) данная компания характеризуется стабильными финансовыми результатами.

5) акции компании имеют листинг на фондовых биржах.

Хотелось бы отметить, что понимание привилегированных акций как инструмента привлечения инвестиций меняется. Дело в том, что российский фондовый рынок, формировался как рынок корпоративного контроля. И акция как фоновый инструмент рассматривалась инвесторами, как способ получения контроля в корпоративной борьбе.

Однако когда передел собственности закончится, можно предположить, что мы застанем это время. Данный период времени будет характеризоваться снижением уровня корпоративных конфликтов, концентрацией крупных пакетов акций у ограниченного числа собственников и формальным с точки зрения буквы закона соблюдением интересов миноритарных акционеров.

Можно уверенно сказать, что привилегированные акции – это инструмент для привлечения инвестиций ближайшего будущего. Уже сейчас для многих таких «ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «Удмуртнефти» и «Сахалинморнефтегаза» характерны рекордно высокие дивиденды.

(Приложение №8)

В большинстве случаев привилегированные акции составляют 25% от уставного капитала компании. В то же время на оплату дивидендов по ним обычно выделяется как минимум 10% чистой прибыли, т.е. расчетный коэффициент дивидендных выплат как процент от чистой прибыли составляет 40% [10, стр. 42]. В некоторых случаях минимальный расчетный коэффициент дивидендных выплат может быть даже выше. Например, у

ЛУКОЙЛа привилегированные акции составляют 9,4% уставного капитала, а значит, расчетный коэффициент дивидендных выплат у него более 100%! Наличие гарантированного уровня выплат позволяет инвесторам более уверенно прогнозировать дивидендные потоки.

**Вывод:** Явные преимущества для собственников компании при эмиссии привилегированных акций состоят в том, что финансовые ресурсы, в отличие от заемных средств, привлекаются на бессрочной основе, в то же время не происходит перераспределения степени влияния и контроля над бизнесом в пользу новых инвесторов (как в случае выпуска обыкновенных акций). Акционеры - владельцы привилегированных акций не имеют права голоса на общем собрании акционеров, за исключением ряда случаев. Согласно законодательству привилегированные акции не могут составлять более 25% уставного капитала.

## Заключение

Для эффективного и динамичного развития предприятиям нужны финансовые ресурсы. Одной из самых тяжелых проблем экономики страны по-прежнему является острая нехватка инвестиций. Дефицит инвестиционных ресурсов в рамках России составляет примерно 400-450 млрд. долларов

Какие инструменты рынка ценных бумаг можно и нужно использовать, чтобы привлечь инвестиции, сохранить действующую структуру собственности и избежать корпоративного конфликта интересов?

Корпоративные конфликты представляют собой споры, возникающие между акционерным обществом, его акционерами и менеджерами, а также инвесторами. В основе этих конфликтов лежат как экономические противоречия между интересами крупных и мелких акционеров, акционеров и менеджмента, так и борьба инвесторов за контроль над акционерным обществом. Основные типы корпоративных конфликтов: 1) нарушение норм законодательства, 2) поглощения, 3) конфликты по поводу дивидендов 4) конфликты с менеджерами 5) конкуренция 6) корпоративный шантаж 7) противоречия в законодательстве. В зависимости от цели участники корпоративного конфликта используют различные стратегии борьбы.

Инструментами разрешения корпоративных конфликтов могут служить:

1) Корпоративные облигации следует использовать, если предприятие не желает размывать существующие доли собственников в акционерном капитале. Выпуск облигаций обычно применяется для финансирования достаточно крупных, долгосрочных инвестиционных программ, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

2) Американские депозитарные расписки. Российская специфика позволяет крупным собственникам при выпуске АДР привлечь серьезные финансовые ресурсы, и в то же время сохранить корпоративный контроль за предприятием. Менеджмент компании может на законных основаниях не допустить владельцев АДР к голосованию на общих собраниях ее акционеров.

3) Эмиссия акций. Для крупных собственников, стремящихся упрочить контроль за предприятием, дополнительная эмиссия акций представляет эффективный способ размывания долей миноритарных акционеров. Широкое распространение при реструктуризации акционерного капитала получили следующие методы: размещение дополнительных акций по закрытой подписке, обмен долгов на акции, выделения и разделения как формы реорганизации, слияния с дружественными предприятиями, организация дочерних предприятий.

Наиболее удачными примерами разрешения корпоративных конфликтов и привлечения инвестиций являются эмиссии корпоративных ценных бумаг НК «ЮКОС» и сотового оператора «Вымпелком».

НК «ЮКОС» является привлекательной с точки зрения инвестиций. В то же время, компании характерна оптовая структура собственности. Более 61% акций контролируется «Groop Menater». Менеджмент компании представлен собственниками. Однако имеется тенденция к уменьшению контрольного пакета

Капитализация компании составляющая 14 млрд долларов, была достигнута в результате: 1) перехода на единую акцию 2) отказа от размывания доли миноритарных акционеров, 3) изменения дивидендной политики, 4) улучшения качества корпоративного управления 5) стабильных положительных финансовых результатов, превышающих средние показатели по отрасли.

Используя эмиссии конвертируемых облигаций и АДР компания «Вымпелком» смогла привлечь 225,4 млн долл. Конвертируемые облигации позволяют эмитенту в зависимости от своих целей и прогнозов будущего развития рынка, привлечь инвесторов благоприятными условиями, а с другой - направить развитие событий по выгодному для себя руслу. В то же время конвертируемые облигации - значительно более сложный инструмент, чем простые облигации, и их выпуск требует хорошего владения соответствующим аппаратом.

В ближайшем будущем (2-3 года) на рынке ценных бумаг России будут преобладать источники корпоративного финансирования, позволяющие сохранить структуру акционерного капитала. Я уверен, что компании будут

использовать корпоративные облигации и привилегированные акции как формы корпоративного финансирования.

**Корпоративные облигации** дают возможность одновременно привлекать на открытом рынке средства многих кредиторов, что обеспечивает снижение стоимости заемных ресурсов.

Облигации не ставят предприятие в зависимость от одного или двух крупных кредиторов и, соответственно, не подвергают менеджмент компании риску перехвата контроля в управлении компании. Эмитент облигаций (при их публичном размещении) должен быть прибыльным. Процедура эмиссии корпоративных облигаций, сопряжена с расходами на уровне минимум \$15 тыс. плюс 2—3% от объема выпуска. Поэтому сумма, которую стоит привлекать составляет не менее \$1—2 млн. Следует руководствоваться следующими правилами при эмиссии облигаций: 1) Срок заимствований не более 3 лет 2) Ограничения на объем заимствований - не более 10-15% от годового оборота компании 3) Инструмент должен ориентирован на потребности инвестора и не быть очень сложным 4) Для компаний, не имеющих экспортной выручки, лучше не делать «валютной оговорки».

**Привилегированные акции.** Явные преимущества для собственников компании при эмиссии привилегированных акций состоят в том, что финансовые ресурсы, в отличие от заемных средств, привлекаются на бессрочной основе, в то же время не происходит перераспределения степени влияния и контроля над бизнесом в пользу новых инвесторов (как в случае

выпуска обыкновенных акций). Акционеры - владельцы привилегированных акций не имеют права голоса на общем собрании акционеров, за исключением ряда случаев. Согласно законодательству привилегированные акции не могут составлять более 25% уставного капитала.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение №1 «Классификация корпоративных конфликтов в зависимости от цели»

<b>Разводнение капитала для упрочения контроля над обществом акционеров большинства или предпродажной подготовки предприятия</b>	
проведение в акционерном обществе закрытой подписки (до 1999 г.) или открытой подписки с заранее определенными инвесторами	Понуждение акционеров к отказу от права преимущественного выкупа новых акций, размещаемых по открытой подписке (если это право есть в уставе)
Дробление сделок чрезвычайного характера, которые, по сути, ведут к продаже компании, избежание контроля за крупными сделками и сделками, совершаемыми аффилированными лицами, совершение сделок подставными юридическими и физическими лицами с тем, чтобы скрыть изменения в структуре контроля и избежать принятия решений собранием акционеров	Манипулирование дополнительными голосами, которые дают привилегированные акции (в случае невыплаты дивидендов по ним), либо сокращение числа голосующих акций (при выплате дивидендов по привилегированным акциям)
<b>Скупка акций до проведения новых эмиссий под переоценку основных фондов</b>	

Скупка акций у работников после переоценки основных фондов и формирования добавочного капитала, но до «технической» эмиссии акций, источником которой является переоценка и которая должна быть распределена между акционерами в соответствии с их долями в капитале. Эти сделки на небольшие суммы дают возможность после распределения «технической эмиссии» стать собственником во много раз большей (по номиналу) суммы акций

### **Передача акций в доверительное управление или права голоса по доверенности**

Использование служебного положения для принуждения работников-акционеров к передаче своих акций в доверительное управление или прав голоса по доверенности для того, чтобы увеличить число голосов, закрепленных за управляющей группой

### **Несанкционированные крупные сделки**

Несанкционированные крупные сделки по продаже активов, изменяющие природу бизнеса и существенно снижающие стоимость имущества, находящегося в собственности акционеров меньшинства, в том числе на основе разбиения сделок с тем, чтобы они не попадали под категорию крупных

Выкуп крупного пакета акций за счет кредита, погашаемого за счет предприятия, без санкционирования сделок, совершаемых с конфликтом интересов, и вне антимонопольного контроля

### **Скрытое или перекрестное владение акциями**

Несовпадение формальной и реальной структуры акционерной собственности, скрытое приобретение аффилированными лицами контрольных долей акционерных капиталов без прохождения антимонопольного контроля. Создание системы перекрестного (по

горизонтали и вертикали) участия, позволяющего увеличивать в структуре капитала долю акционеров, действующих в качестве единой группы		
<b>Инициирование искусственного банкротства или запрета распоряжения акциями</b>		
Искусственное инициирование банкротства с тем, чтобы нарушить управление акционерным обществом и осуществить — через арбитражное управление — поглощение или дешевую продажу предприятия или его частей, изменение структуры собственности в пользу поглощающей компании, особо крупные сделки с конфликтом интересов, позволяющие перераспределить денежные потоки в пользу отдельных групп акционеров	Арест имущества в форме акций, инициированный (при формальном соответствии требованиям законодательства) с целью воспрепятствовать распоряжению акциями, прежде всего осуществлению права голоса	
<b>Совершение аффилированными лицами сделок с конфликтом интересов, в ущерб акционерному обществу и акционерам</b>		
Создание контролирующим акционером системы поставок по завышенным ценам и сбыта по заниженным ценам,	Продажа акций дочерних и зависимых компаний по заниженным ценам, разводнение капитала дочерних и зависимых компаний	Перевод доходных активов из предприятия, находящегося в тяжелом положении, во вновь созданные или уже

<p>манипулирование размерами дебиторской и кредиторской задолженности с тем, чтобы перераспределить доходы в ущерб другим акционерам (предприятие-донор ставится в искусственно тяжелое финансовое положение, а прибыли концентрируются в материнской компании или у аффилированных лиц)</p>	<p>с понижением доли в них акционерного общества-донора в интересах менеджеров или контролирующих акционеров общества-донора. Имеет следствием резкое ухудшение активов, находящихся в собственности общества-донора и, соответственно, его акционеров</p>	<p>существующие аффилированные или зависимые компании (продажа по заниженным ценам, обмен активов, погашение кредита реализацией заложенного имущества) с банкротством компании-донора, ухудшением ее финансового положения</p>
<p><b>Преднамеренные действия акционеров меньшинства с целью получения односторонних экономических выгод или изменения структуры корпоративного контроля</b></p>		
<p>Блокирование решений собраний акционеров, судебные иски, работа с розничными акционерами и т.д., дезорганизующие работу ОАО, с целью принудить контролирующих акционеров выкупить акции у акционеров меньшинства по цене больше рыночной или принудить первых к изменению структуры корпоративного контроля, к продаже акций для захвата контроля группой акционеров меньшинства</p>		

<b>Прочие широко распространенные нарушения</b>		
Недопуск акционеров на собрание, объявление доверенностей, выданных представителям акционеров, недействительными под надуманным предлогом	Преднамеренная невыплата дивидендов, в том числе невыплата дивидендов только сторонним акционерам	Проведение параллельных собраний акционеров и избрание параллельных исполнительных органов управления акционерного общества
Нарушение исключительных полномочий общего собрания акционеров, которые не могут быть переданы исполнительному органу	Вычеркивание акционеров из реестра, отказ во внесении или внесении неправильных сведений в реестр, преднамеренная утрата данных или потеря реестра	Изменение структуры акционерного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций и, соответственно, непропорционального уменьшения номинальной стоимости отдельных типов и категорий акций

Источник: Миркин Я. М. «Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития», Москва, издательство «Альпина Паблишер», 2002 г.

## Приложение № 2

Таблица «Источники финансирования инвестиций в основной капитал по крупным и средним предприятиям, %»				
Показатель	Январь - Сентябрь		2000г.	2001 г.
	1998г.	1999г.		
Инвестиции в	100	100	100	100
Собственные средства	52,3	53.5	46.1	50.3
В том числе:				
Прибыль предприятий	11,2	14.2	23,4	26,6
Амортизация	—	—	18,1	19.3
Привлеченные	47,7	46.5	53.9	49.7
В том числе:				
Кредиты банков	3,9	5.7	2.9	3,5
Заемные средства	3,6	5,5	7.2	4.9
Бюджетные средства	21,7	17.6	21.2	19.8
Средства	11.7	9,5	4.8	2.6
Прочие	6,8	8.2	17.8	18.9
В том числе средства	0.2	0.1	0.5	0.1
Инвестиции из-за рубежа (из общего			4,6	4.2

Источник; Госкомстат. Социально-экономическое положение России, январь 2002 г. Центр экономической конъюнктуры при Правительстве РФ. Россия. 2001.

## Приложение № 3

**Классификация и приблизительная цена программ выпуска АДР**

1 Характеристики ДР	Депозитарные расписки, выпускаемые под уже эмитированные ценные бумаги		Программы выпуска депозитарных расписок с целью увеличения капитала компании за счет эмиссии новых ценных бумаг (за исключением проектов по Правилу 144А)		
	2 Спонсируемые ДР Первого Уровня	3 Листинговые ДР Второго Уровня	4 Публично размещаемые ДР Третьего Уровня	5 Частноразмещаемые по Правилу 144А ДР	6 Глобальные (международные предложения) ДР
Возможности торговли (листинг и котировка ДР)	Дисплейная служба Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (OTC Bulletin Board), розовые страницы (.Pink Sheets.)	Нью-Йоркская и Американская фондовые биржи (NYSE & AMEX), Автоматическая система котирования Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (NASDAQ)	Нью-Йоркская и Американская фондовые биржи (NYSE & AMEX), Автоматическая система котирования национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг (NASDAQ)	Размещаются среди квалифицированных институциональных покупателей (.QIBs.), котируются в системе PORTAL	PORTAL, NYSE, AMEX (в случае публичного предложения в США), включая иностранные (для США) фондовые биржи; в случае размещения по Правилу 144А, на рынке США котируются в системе PORTAL
Регистрация по Закону 1933 года .0	Форма Ф-6 (Form F-6)	Форма Ф-6	Формы Ф-3, Ф-2 или Ф-1 (Forms F-3, F-2 или F-1)	Не требуется	Формы Ф-3, Ф-2 или Ф-1 в случае публичного предложения; не требуется в случае частного

ценных бумаг ах. (виды регистрационных заявлений)					предложения по Правилу 144А
Регистрация по Закону 1934 года .Об обмене ценными бумагами.	Освобождение по Правилу 12g3-2(b)	Форма 20-Ф (Form 20-F)	Форма 20-Ф или 8-А (Form 20 -F или Form 8-А)	Освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно используется для применения требования к информации по Правилу 144А; финансовые отчеты могут и не соответствовать требованиям к бухгалтерской отчетности США (U.S. GAAP)	Для частных предложений также, как и по Правилу 144А; для публичных предложений Формы 20-Ф или 8-А
Отчетность по Закону 1934 года .Об обмене	Освобождение по Правилу 12g3-2(b)	Форма 20-Ф ежегодно файлируется в Комиссии; финансовая отчетность	Форма 20-Ф ежегодно файлируется в Комиссии; финансовая отчетность частично должна	Освобождение по Правилу 12g3-2(b) традиционно используется для применения	Для частных предложений также, как и по Правилу 144А; для публичных предложений Форма 20-Ф ежегодно файлируется в

ценны ми бумаг ами.		частично должна соответств овать U.S. GAAP и Инструкци и S-X (Regulation S-X); требуется периодиче ское файлирова ние в Комиссии Формы 6- К (Form 6- К)	соответство вать U.S. GAAP и Инструкции S-X (Regulation S-X); требуется периодичес кое файлирован ие в Комиссии Формы 6-К (Form 6-К)	требования к информации по Правилу 144А; финансовые отчеты могут и не соответство вать требованиям к бухотчетнос ти США (U.S. GAAP)	Комиссии; финансовая отчетность целиком должна соответствовать U.S. GAAP и Инструкции S-X (Regulation S- X); Форма 6-К файлируется периодически
цены проект тов (за исключе ние м оплат ы услуг юристов)	\$40,000.- . \$80,000.- и выше	\$400,000.- . \$ 800,000.- и выше	\$800,000.- . \$1,600,000.- и выше	\$200,000.- . \$800,000.- и выше	\$800,000 и выше

Источник: <http://adr.narod.ru/adrel.htm>

Приложение № 4

График «Цена обыкновенной акции «ЮКОСА»



Источник: РТС

Приложение № 5

Таблица «Доходность по конвертируемым облигациям «Вымпелкома»

Показатель	Индикативный диапазон	Цена размещения
Купон, %	5-6	5,5
Премия за конвертацию, %	20-25	25,0
Доходность при погашении, %	11-12	11,0

Таблица «Характеристика эмиссионных программ конвертируемых облигаций и АДР «Вымпелкома»

Эмитент	ОАО "Вымпелком", общая сумма привлекаемых средств 225,4 млн долл.
Участники синдиката	<i>UBS Warburg</i> - эксклюзивный букраннер и ведущий менеджер; <i>Morgan Stanley Dean Witter</i> и <i>Donaldson Lufkin &amp; Jenrette</i> - соведущие менеджеры; "Тройка Диалог" - финансовый советник
Листинг	Нью-Йоркская фондовая биржа (облигации и акции)

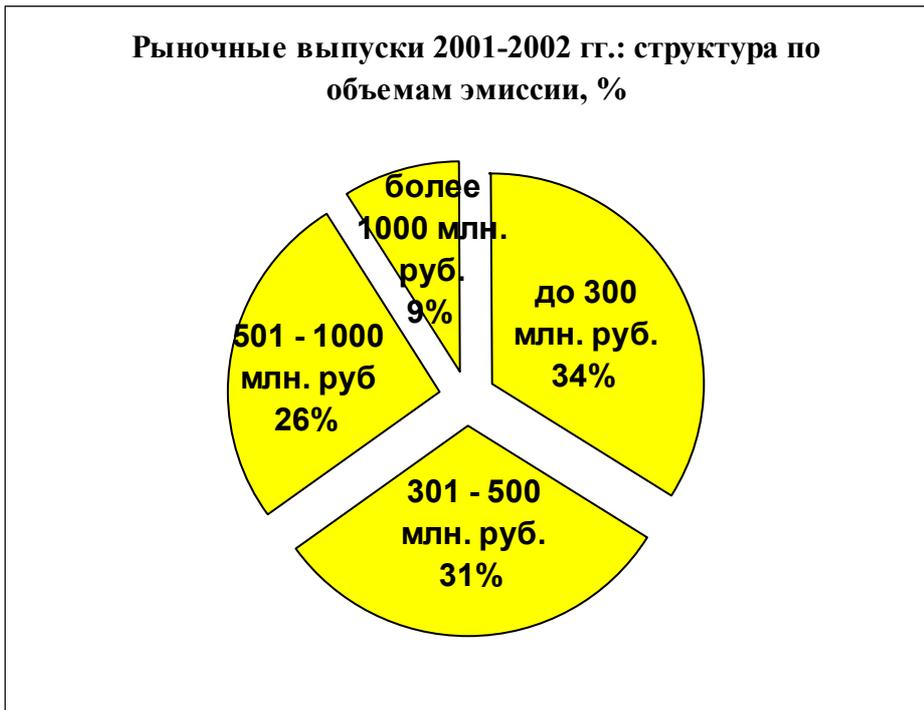
<b>Конвертируемые облигации</b>	
Размер эмиссии	75 млн долл., включая дополнительный транш
Дополнительный транш <i>(overall-otment option)</i>	7 млн долл.
Срок погашения	5 лет
Годовой купон	5,5% (выплачивается раз в полугодие)
Премия за конвертацию	25%
Доходность при погашении	11% при цене погашения 135,41%
Рейтинг	CCC+ ( <i>Standard &amp; Poor's</i> )
Защита от досрочного погашения	Не погашаются в течение 3 лет, затем погашение на условии 140%
Спрэд	2,75%
<b>АДА - американские депозитарные акции</b>	
Размер эмиссии	157 млн долл.
Дополнительный транш	9,5 млн долл.
Спрэд	4%

Цена	21,625 долл. за АДА
------	---------------------

Источник: Рынок ценных бумаг- 2000. -№ 22



Источник: журнал «Рынок ценных бумаг»-2002, -№7, стр.54



Источник: журнал «Рынок ценных бумаг»-2002, -№7, стр.54

Таблица: «Размеры дивидендов по акциям российских компаний»

Компания	Акции	
	обыкновенные	привилегированные
ЛУКОЙЛ		
Цена, долл.	9,17	9,72
Дивиденд за 1999 г., долл. (курс - 28,2)	0,11	0,62
Дивиденд за 2000 г. (прогноз), долл.	0,20	2,80
Ожидаемая дивидендная доходность (до налогов), %	2,20	28,80
Ожидаемая дивидендная доходность (после налогов), %	1,90	24,50
Дата собрания акционеров	28.06.2001 г.	
Дата закрытия реестра	29.04.2001 - 19.05.2001 гг.	
Прибыль за 1999 г., млн долл. (холдинг, РСБУ)	539	
Ожидаемая прибыль за 2000 г., млн долл. (холдинг, РСБУ)	2,131	
Сургутнефтегаз		

Цена, долл.	0,224	0,122
Дивиденд за 1999 г., долл. (курс - 28,2)	0,001	0,003
Дивиденд за 2000 г.(прогноз), долл.	0,002	0,007
Ожидаемая дивидендная доходность (до налогов), %	0,9	5,7
Ожидаемая дивидендная доходность (после налогов), %	0,8	4,9
Дата собрания акционеров	конец июня 2001 г.	
Дата закрытия реестра	середина мая 2001 г.	
Прибыль за 1999 г., млн долл. (РСБУ)	1236	
Ожидаемая прибыль за 2000 г., млн долл. (РСБУ)	2352	
<b>Татнефть</b>		
Цена, долл.	0,48	0,245
Дивиденд за 1999 г., (курс - 28,2)	0,0035	0,0053
Дивиденд за 2000 г. (прогноз), долл.	0,016	0,03
Ожидаемая дивидендная доходность (до налогов), %	3,3	12,2

Ожидаемая дивидендная доходность (после налогов), %	2,8	10,4
Дата собрания акционеров	08.06.2001 г.	
Дата закрытия реестра	09.04.2001 г. - 29.04.2001 г.	
Прибыль за 1999 г., млн долл. (US GAAP)	436	
Ожидаемая прибыль за 2000 г., млн долл. (US GAAP)	787	
Сибнефть		
Цена, долл.	0,313	
Дивиденд за 1999 г., долл. (курс - 28,2)	0,011	
Дивиденд за 2000 г. (прогноз), долл.	0,0225	
Ожидаемая дивидендная доходность (до налогов), %	7,2	
Ожидаемая дивидендная доходность (после налогов), %	6,1	
Дата собрания акционеров	конец июня 2001 г.	
Дата закрытия реестра	середина мая 2001 г.	

Прибыль за 1999 г., млн долл. (US GAAP)	287	
Ожидаемая прибыль за 2000 г., млн долл. (US GAAP)	788	
ЮКОС		
Цена, долл.	2,275	
Дивиденд за 1999 г., (курс - 28,2)	0,049	
Дивиденд за 2000 г. (прогноз), долл.	0,105	
Ожидаемая дивидендная доходность (до налогов), %	4,6	
Ожидаемая дивидендная доходность (после налогов), %	3,9	
Дата собрания акционеров	конец июня 2001 г.	
Дата закрытия реестра	середина мая 2001 г.	
Прибыль за 1999 г., млн долл. (US GAAP)	1,304	
Ожидаемая прибыль за 2000 г., млн долл. (US GAAP)	2,181	
Компания	Акции	
	обыкновенные	привилегированные

Сахалинморнефтегаз		
Цена, долл.	3	45 658
Дивиденд за 1999 г., долл. (курс - 28,2)	0,004	0,212
Дивиденд за 2000 г. (прогноз), долл.	0,006	0,375
Ожидаемая дивидендная доходность (до налогов), %	0,2	30,0
Ожидаемая дивидендная доходность (после налогов), %	0,2	25,5
Дата собрания акционеров	конец апреля 2001 г.	
Дата закрытия реестра	середина марта 2001 г.	
Прибыль за 1999 г., млн долл. (РСБУ)	51	
Ожидаемая прибыль за 2000 г., млн долл. (РСБУ)	90	
Удмуртнефть		
Цена, долл.	25,5	27,5
Дивиденд за 1999 г., долл. (курс - 28,2)	0	8,92
Дивиденд за 2000 г. (прогноз), долл.	0,5	10,62

Ожидаемая дивидендная доходность (до налогов), %	2	38,6
Ожидаемая дивидендная доходность (после налогов), %	1,7	32,8
Дата собрания акционеров	конец мая 2001 г.	
Дата закрытия реестра	середина апреля 2001 г.	
Прибыль за 1999 г., млн долл. (РСБУ)	84	
Ожидаемая прибыль за 2000 г., млн долл. (РСБУ)	100	

Источник: журнал «Рынок ценных бумаг»- 2001. - №8.

### Список использованной литературы

1. Гражданский кодекс РФ (часть первая) от 21.10.94 № 51-ФЗ;
2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.95 №

3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 № 39-ФЗ
4. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.99 № 46-ФЗ
5. Федеральный закон "О несостоятельности (банкротстве)" от 10.12.97 № 6-ФЗ
6. Постановление Правительства РФ «Об условиях и порядке реструктуризации задолженности организаций по платежам в федеральный бюджет» от 5 марта 1997 г. N 254
7. Абрамов А. Привилегированные акции - третья волна подъема// Рынок ценных бумаг-2001.-№6
8. Беленькая О. Особенности финансирования капиталобразующих инвестиций в России// Рынок ценных бумаг- 2002. - №13 .
9. Гомзин Л. Оценка привилегированных акций российских компаний. Правовой аспект // Рынок ценных бумаг- 2001. - №12. - С. 10-12.
10. Дашевский С. В ожидании рекордных дивидендов// Рынок ценных бумаг- 2001. - №8
11. Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий// Рынок ценных бумаг -2001.-№20
12. Кафиев Ю. Новый инструмент финансирования российских корпораций// Рынок ценных бумаг – 1998.- №2
13. Лосев С., Миркин Я. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи // Рынок ценных бумаг- 2000.-№22

14. Миркин Я. М. «Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития», Москва, издательство «Альпина Паблишер», 2002 г, 624с.
15. Осинковский А. Корпоративные конфликты и корпоративные отношения.// Рынок Ценных Бумаг-2002.- №12
16. Павлов О. Вымпелком: опыт комбинированного размещения акций и конвертируемых облигаций// Рынок ценных бумаг- 2000. -№ 22
17. Радченко С. Основные характеристики конвертируемых облигаций// Рынок ценных бумаг – 1998.- №2
18. Рудык Э. и др. Сохранение и защита прав собственности работников в акционерных обществах: главные проблемы и пути их решения//Российский экономический журнал, №3, 2001
19. Семенов А. С. «Корпоративные конфликты. Причины их возникновения и способы преодоления», -М.: Едиториал УРСС, 2002,-304с.
20. Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. - М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ, 1999
21. Храпченко Л. Гороховская О. Корпоративные облигации: возможности для эмитентов и инвесторов. // Рынок ценных бумаг- 2002. - №7
22. Чиркова Е. В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. – М, ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999г, 288с
23. Шарп У. Инвестиции.-М.: Инфра-М.-1999г, 1028

24. Шепелев В . Привилегированные акции и некоторые особенности их оценки// Рынок ценных бумаг- 2000. - №13.

25. Шохин А. АДР и вопросы прав инвесторов// Рынок ценных бумаг- 2000. - №10 .

26. [www.microfinance.ru](http://www.microfinance.ru)

27. [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)

28. [www.rid.ru/news.php?news\\_id=1055&l=ru](http://www.rid.ru/news.php?news_id=1055&l=ru)

29. [www.yukos.ru](http://www.yukos.ru)

30. [www.groupmenatep.com/](http://www.groupmenatep.com/)

31. [www.dpw.ru/](http://www.dpw.ru/)