

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ МИНОРИТАРНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

Аннотация

В статье описаны основные цели инвестирования в миноритарные пакеты акций и выявлены системы показателей, отражающие инвестиционные характеристики миноритарных пакетов.

Annotation

In the article are described major aims of investment in minoritario share holdings and discovered the systems of indexes, which reflect the investment characteristics of the minoritario share holdings.

Ключевые слова

Миноритарные пакеты акций, цели инвестирования в миноритарные пакеты акций, обыкновенные акции, привилегированные акции, анализ структуры акционерного капитала.

Key words

Minoritario share holdings, aims of investment in minoritario share holdings, common stocks, preferred stocks, analysis of the structure of share holder equity.

В области оценки акций российская хозяйственная практика и экономическая наука находятся в процессе догоняющего развития. В связи с этим и возникает необходимость разработки и совершенствования подходов, методик и инструментов оценки корпоративных ценных бумаг в условиях современного этапа рыночных преобразований экономики России. Целью работы является

исследование и обобщение инвестиционных характеристик миноритарных пакетов акций в современной российской экономике.

При оценке инвестиционной привлекательности миноритарных пакетов акций необходимо учитывать мотивы потенциального инвестора. В зависимости от инвестиционных мотивов потенциальный владелец миноритарного па-

кета акций преследует различные цели, а значит, по-разному оценивает возможности, предоставляемые пакетом. Выделяются следующие основные цели приобретения миноритарных пакетов акций:

- оптимизация финансово-хозяйственной деятельности собственной компании посредством участия в капитале компаний-партнеров;

- получение дивидендов;

- получение прибыли от продажи пакета за счет роста рыночного курса акций и/или наличия особого спроса со стороны владельцев оставшейся части акционерного капитала, обоснованного перераспределением прав в случае покупки пакета одним из них.

В соответствии с этими целями выделяются следующие группы инвесторов: портфельные и целевые. Мотивом портфельного инвестора является сохранение и прирост собственного капитала посредством получения дохода в виде дивидендов и от перепродажи пакета по цене, превышающей цену покупки с учетом издержек и инфляции. Пакеты акций, приобретаемые портфельными инвесторами, в своем большинстве не превышают 10% доли. Мотивом целевого инвестора является повышение эффективности финансово-хозяйственной деятельности и как следствие увеличение рентабельности собственной компании посредством покупки акций компаний-партнеров. Приобретение 10% пакета дает владельцу право требовать проведения ревизии финансово-хозяйственной деятельности общества, приобретение же 25% пакета предоставляет право доступа к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа, что дает возможность получить реальную информацию о финансовом состоянии партнера, и, в свою очередь, помогает более эффективно организовать собственную фи-

нансово-хозяйственную деятельность. Таким образом, для портфельного инвестора источником дохода является сам миноритарный пакет, а для целевого инвестора миноритарный пакет является средством получения дополнительного дохода от собственной компании.

В случае приобретения акций компаний-партнеров, от деятельности которых зависит производство основной компании, цена пакета также может существенно превышать совокупную рыночную стоимость акций. В 2000 году "Сибнефть" приобрела у ["ЮКОСа"](#) 38% акций ОАО "Оренбургнефть", основного добывающего предприятия НК "ОНАКО", за \$430 млн. Сделка состоялась незадолго до приватизации государственного пакета акций "ОНАКО". В аукционе по продаже 85% акций "ОНАКО" победило ЗАО "ЕвроТЭК", представляющее интересы акционеров "Тюменской нефтяной компании". Приобретая контрольный пакет акций "ОНАКО", ТНК проявила заинтересованность в получении оставшихся акций этой нефтяной компании, а также её основного добывающего предприятия. Стороны обсуждали различные варианты, в том числе обмен 38% акций "Оренбургнефти" и 1% акций "ОНАКО" на 8,6% акций TNK-International. В итоге компании договорились о том, что ТНК выкупит у "Сибнефти" интересующие её активы за \$825 млн. Сделка была завершена весной 2003 года.⁵

Следует также отметить случаи скупки миноритарных пакетов компаний-конкурентов с целью выхода на новые рынки. Так, в 2001 году НК "Сибнефть" приобрела у [НК "ЛУКОЙЛ"](#) 35% акций ОАО "Московский НПЗ" и 14,95% акций ОАО "Моснефтепродукт". В 2003 году за счёт скупки акций компания довела свою долю в голосующих бумагах ОАО "Московский НПЗ" до 39%. Доля в ОАО "Моснефтепродукт" в 2003 году достигла 26,8%. Таким образом, НК "Сибнефть" обеспечила себе

выход на московский топливный рынок.⁵

Когда целью приобретения миноритарного пакета является получение прибыли в виде дивидендов, инвестор ориентируется на следующие показатели:

- размер дивидендов и порядок их выплаты;
- дивидендную историю эмитента;
- финансовое состояние эмитента на текущий момент и потенциал его роста;
- котируются ли акции эмитента на фондовом рынке;
- юридическую форму эмитента (ОАО, ЗАО).

Размер дивидендов и порядок их выплаты зависят от вида акций (обыкновенные и привилегированные) и их разновидностей.

В случае, если перепродажа миноритарного пакета акций одному из владельцев оставшейся части акционерного капитала приведет к перераспределению прав, стоимость миноритарного пакета может существенно увеличиться по сравнению с вариантом продажи пакета, не ведущим к изменению распределения прав между собственниками.

Так, миноритарий «Метафракса» - ООО «Сибметахим» - совместное предприятие ОАО «СИБУР Холдинг» и ОАО «Востокгазпром» - продавал свой пакет (33,46%) в течение 2008 года. Покупатель и сумма сделки не раскрывались. Но, по данным газеты „Коммерсантъ“, «Сибметахим» выручил за свой пакет \$134 млн. (на момент объявления о завершении сделки в конце ноября 33,46% «Метафракса» стоили в РТС \$29,5 млн.).⁴

Анализ приведенных ниже факторов позволяет определить не только саму возможность продажи миноритарного пакета акций по цене, превышающей совокупную стоимость акций в пакете,

и выявить потенциальных покупателей, но и определить стоимостной диапазон надбавки к совокупной стоимости акций для каждого потенциального покупателя. Факторы, влияющие на стоимость миноритарного пакета:

- степень концентрации акционерного капитала;
- категория доминирующих собственников и их инвестиционные мотивы;
- права, которыми обладают собственники на текущий момент, и права, которыми будет обладать каждый собственник в случае приобретения им пакета.

По числу акционеров, владеющих оставшейся частью акционерного капитала, и величине их пакетов акций можно выделить следующие формы распределения капитала:

- распыление - все эмитированные акции распределены среди множества акционеров, каждый из которых владеет не более 2% акций;
- низкую концентрацию капитала - остальными акциями владеют мелкие акционеры, пакет акций в руках одного акционера не превышает 10%;
- среднюю концентрацию - оставшейся частью акционерного капитала владеют мелкие и средние акционеры, пакет акций в руках одного акционера составляет от 10 до 25%;
- высокую концентрацию - несколько акционеров, каждый из которых владеет от 25 до 50% акций. В декабре 2000 года "Сибнефть" приобрела 27% акций "Ставропольнефтегаза", основным акционером которого являлась "Роснефть", владевшая 38% акций, что позволило на годовом собрании акционеров кандидатам "Сибнефти" получить два места из девяти в совете директоров⁵;
- сверхвысокую концентрацию - в руках одного акционера сосредоточено свыше 50% акций.² Примером сверхвысокой концентрации является структура

капитала «Росбанк», где «Societe Generale» принадлежит контрольный пакет акций (57,6%), Владимиру Потанину - предконтрольный пакет акций (37,3%), остальные акции (5,1%) распределены среди миноритарных акционеров.³

Группировки по категориям доминирующих собственников позволяют уточнить, в руках каких групп акционеров находятся рычаги контроля и какими возможностями для его осуществления они располагают. Категории доминирующих собственников:

- менеджеры и аутсайдеры, которые в России, как правило, представляют интересы крупных акционеров и игнорируют интересы прочих собственников;

- государство, являясь акционером, имеет значительные возможности управления предприятием и контроля над его деятельностью, мелкие и средние акционеры получают возможность реализовывать их законные права по управлению деятельностью общества;

- работники, являются миноритарными акционерами в обществах с разпыленным капиталом. Контроль осуществляют представители мелких акционеров, при этом учитываются интересы и права всех акционеров.²

Анализ степени концентрации акционерного капитала и категории доминирующих собственников позволяет выявить потенциальных покупателей, а анализ перераспределения прав позволяет определить размер надбавки к совокупной стоимости акций для каждого потенциального покупателя.

Права акционеров устанавливают и защищают несколько нормативно-правовых документов, основной из которых — закон "Об акционерных обществах". На практике права акционеров изложены в концентрированном виде в уставе каждого акционерного общества. Далее, проведен анализ размеров надбавки к совокупной стоимости акций в

зависимости от размера пакета, владельцем которого станет потенциальный покупатель в случае совершения сделки. Контрольным является пакет, величина которого позволяет собственнику влиять на управление; к таким пакетам относятся: абсолютно контрольный, контрольный и блокирующий пакет. Надбавки при переходе к этим пакетам являются значительно существенными.

Наибольшей будет надбавка при переходе к контрольному пакету (50%+1акция), так как в этом случае владелец фактически получает контроль над обществом. Этот контроль обеспечивается за счет права принятия большинства решений на общем собрании акционеров, из которых наиболее значимые для осуществления контроля над обществом являются следующие:

- определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета) общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий;

- образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества;

- избрание членов ревизионной комиссии (ревизора) общества и досрочное прекращение их полномочий;

- выплата (объявление) дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года;

- принятие решений об одобрении крупных сделок в случае отсутствия единогласия совета директоров;

- принятие решения об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций;

- утверждение внутренних документов, регулирующих деятельность органов общества.

Также владелец контрольного пакета имеет право на:

- увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества;

- утверждение аудитора общества;

- утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках (счетов прибылей и убытков) общества, а также распределение прибыли (в том числе выплата (объявление) дивидендов, за исключением прибыли, распределенной в качестве дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года) и убытков общества по результатам финансового года;

- определение порядка ведения общего собрания акционеров;

- избрание членов счетной комиссии и досрочное прекращение их полномочий;

- дробление и консолидация акций.

Немного меньшей будет надбавка при увеличении пакета до абсолютно контрольного (75% + 1 акция), при этом владелец получает полный контроль над деятельностью общества, так как имеет право принимать все решения на общем собрании акционеров. Решения, для принятия которых требуется не менее трех четвертей голосов:

- размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством закрытой подписки;

- размещение посредством открытой подписки обыкновенных акций и конвертируемых в обыкновенные акции эмиссионных ценных бумаг, состав-

ляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций, если необходимость большего числа голосов для принятия этого решения не предусмотрена уставом общества;

- внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции;

- реорганизация общества;

- ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов;

- определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями;

- уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций, путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций;

- решение об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, по стоимости составляющее более 50% балансовой стоимости активов общества.

Еще более меньшей будет надбавка при переходе к блокирующему пакету (25% + 1 акция), так как его владелец может заблокировать решения общего собрания акционеров, для принятия которых требуется набрать не менее трех четвертей голосов и таким образом повлиять на управление обществом.

Миноритарии реальной возможности оказывать существенное влияние на управление обществом не имеют, поэтому надбавки при переходе к более крупному миноритарному пакету являются несущественными, за исключением случаев, когда известно, что конечной целью скупки миноритарных пакетов является переход к одному из контрольных. Однако такие случаи являются достаточно редкими, поскольку по-

купатели стараются держать эту информацию в тайне.

В условиях мирового экономического кризиса портфельным инвесторам пришлось покинуть рынок из-за резкого снижения курсовой стоимости акций и неспособности компаний выплачивать дивиденды в срок и в полном объеме. Кризис ликвидности вынудил владельцев акций не только к самой продаже имеющихся пакетов, но и к существенному снижению «надбавок», связанных с перераспределением прав и стратегическим значением продаваемых акций для покупателя. Так, правительство Иркутской области продает свою 50-процентную долю в ОАО «Восточно-Сибирская газовая компания»⁶, а страховая компания «Югория» завершает сделку по продаже предприятия «ЮграФарм»⁷ – причиной продажи обоих активов является отсутствие средств для их развития.

Библиографический список

1. Федеральный закон Российской Федерации от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изм. и доп. согласно Федеральному закону Российской Федерации от 27.10.2008 N 175-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах») // www.consultant.ru.
2. Синогейкина Е.Г. Классификация пакетов акций и анализ их влияния на стоимость // Вопросы оценки. – 2002. – № 4. – С. 40,43,44.
3. Бараулина Анна, Кудинов Василий «Сейчас можно собрать полрынка», — Владимир Голубков, председатель правления Росбанка // Ведомости. – 29.12.2008. - №247 – www.vedomosti.ru
4. Емельянова Надежда, Водопьянов Виталий «Реакция с двумя неизвестными»

// Коммерсантъ. – 17.01.2009. - №7-
www.kommersant.ru

5. Сибнефть - описание компании, структура, история и проекты// www.ngfr.ru

6. Павлова Анна «Власти Приангарья решили продать свою долю ВСГК» // Коммерсантъ. – 19.02.2009. - №30-
www.kommersant.ru

7. Моторина Анна, Охлопков Алексей «ЮграФарм» мигрирует в холдинг» // Коммерсантъ. – 18.02.2009. - №29-
www.kommersant.ru

Bibliographical list

1. Federal act of Russia Federation from 26 December 1995 № 208-FA “On corporations” (with alterations and additions according Federal act of Russia Federation from 27 October 2008 № 175-FA “On making alterations in the Federal act “On corporations”) // www.consultant.ru.
2. Sinogeikina E.G. Classification of share holdings and the analysis of its influence on the cost. // Appraisal questions. – 2002. – № 4. – P. 40,43,44.
3. Baraulina Anna, Kudinov Vasilii «You can gather now a half of the market» - Vladimir Golubkov, chairman of Rosbank // Vedomosti. – 29.12.2008. - №247 – www.vedomosti.ru
4. Emelianova Nadejda, Vodopianov Vitalii «Reaction with two unknowns» // Kommersant. – 17.01.2009. - №7-
www.kommersant.ru
5. Sibneft – company description, structure, history and projects// www.ngfr.ru
6. Pavlova Anna «Powers of Priangarie decided to sell its share of ESGC» // Kommersant. – 19.02.2009. - №30-
www.kommersant.ru
7. Motorina Anna, Ohlopkov Aleksey «UgraFarm» is migrating to holding» // Kommersant. – 18.02.2009. - №29-
www.kommersant.ru