

Пособие для руководителей российских акционерных обществ



АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ

Финансируется Агентством по международному развитию при Правительстве США при поддержке Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг в сотрудничестве с Торгово-промышленной Палатой Российской Федерации
Исполнитель: компания CFED, Inc.



Владивосток

**ЭФФЕКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ
- СПОСОБ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА**

**Семинар для руководителей российских акционерных обществ
Расписание семинара**

Среда, 14 мая 1997

- 9:30 - 10:00 Регистрация
- 10:00 - 10:30 *Владимир Брежнев*, Президент
Приморской ТПП Российской Федерации
Официальное открытие семинара
- Максим Анискевич*, Председатель регионального отделения по
Приморскому краю Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг
Вступительное слово
- Джеффри Мазулло*, CFED
Введение в проект
Представление специалистов компании CFED Москвы, Иркутска и
Владивостока
- 10:30 - 11:30 *Зоя Каитова*, CFED
Введение в предмет управления акционерным обществом
Структура управления российскими акционерными обществами
- теория и практика
Проведение теста по вопросам, касающимся требований к
раскрытию информации
- 11:30 - 11:45 *Перерыв (кофе/чай)*
- 11:45 - 13:15 *Зоя Каитова*, CFED
Законодательное регулирование управления российскими
акционерными обществами
Требования к раскрытию информации
- 13:15 - 14:15 *Перерыв на обед*
- 14:15 - 15:45 *Павел Воличенко*, CFED
Термины рынка капитала
Деловая ситуация "Уралсвязьинформ"
- 15:45 - 16:00 *Перерыв (кофе/чай)*
- 16:00 - 17:30 *Павел Воличенко*, CFED
Деловая ситуация "Как разрешать ситуации..."
(при наличии времени)
- 17:30 - 18:30 Неформальная встреча участников семинара

Конец первого дня

Задание на вечер: для подготовки к следующему дню семинара участникам будет предложено прочитать статьи "Структура управления российскими акционерными обществами" и "Три модели управления акционерными обществами развитых рынков капитала" (Приложение 5). Кроме этого, участникам будет предложено принести годовой отчет своего предприятия, проспект, и/или повестку дня ежегодного общего собрания акционеров для участия в дискуссиях второго дня проведения семинара. Им будет также предложено подготовить вопросы в письменном виде по правовым аспектам управления АО. Эти вопросы будут обсуждаться в первой половине второго дня.

Четверг, 15 мая 1997

10:00 - 11:30

Зоя Каитова, CFED

Проведение теста по вопросам управления российскими акционерными обществами
Законодательное регулирование управления российскими акционерными обществами
Соответствие требованиям законодательства

11:30 - 11:45

Перерыв (кофе/чай)

11:45 - 13:15

Зоя Каитова, CFED

Обсуждение опыта участников в области соблюдения норм законодательства и требований раскрытия информации
Обсуждение вопросов, подготовленных участниками
Представление примеров документов по управлению акционерным обществом
(завершение обсуждения правовых и законодательных аспектов)

13:15 - 14:15

Перерыв на обед

14:15 - 15:45

Илья Франк, CFED

Характеристика российских акционерных обществ
ЦУМ
"Хлебный Дом"

15:45 - 16:00

Перерыв (кофе/чай)

16:00 - 17:30

Илья Франк, CFED

Взаимосвязь между правильным управлением и рыночной оценкой деятельности акционерных обществ
Примеры из развитых рынков капитала (Германия, Великобритания, США, Швеция)
Деловая ситуация: "Предлагаемое слияние "Вольво-Рено"
Примеры стран переходного периода (Словакия)
Примеры российского рынка капитала

Конец второго дня

Задание на вечер: прочитать материалы деловой ситуации по "Красному Октябрю."

Пятница, 16 мая 1997

- 10:00 - 11:30 *Илья Франк, CFED*
Характеристика российских акционерных обществ
"Лукойл"
"Мосэнерго"
- 11:30 - 11:45 *Перерыв (кофе/чай)*
- 11:45 - 13:15 *Илья Франк, CFED*
Характеристика российских акционерных обществ
"Вымпелком"
- 13:15 - 14:15 *Перерыв на обед*
- 14:15 - 15:45 *Елена Даныш, Региональный представитель Европейского банка
реконструкции и развития*
Павел Воличенко, CFED
Деловая ситуация: "Красный Октябрь"
- 15:45 - 16:00 *Перерыв (кофе/чай)*
- 16:00 - 16:30 *Павел Воличенко, CFED*
Деловая ситуация: "Красный Октябрь" (продолжение)
Деловая ситуация: "АО Тяжпром" (при наличии времени)
- 16:30 - 16:45 Заполнение форм оценки семинара
- 17:30 - 18:00 *Пресс-конференция*
- 18:00 *Закрытие и приём*

ЭФФЕКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ - СПОСОБ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА

Пособие для руководителей российских акционерных обществ

Содержание

Предисловие

1. Введение в управление акционерными обществами

Что такое управление акционерным обществом?
Почему управление акционерным обществом важно?
Как управление акционерным обществом влияет на рынок?
Структура управления российским акционерным обществом

2. Законодательное регулирование структуры управления в российских акционерных обществах: требования к раскрытию информации

3. Деловая ситуация: "Уралсвязьинформ"

4. Деловая ситуация: "Как разрешать ситуации, связанные с процессом управления АО"

5. Законодательное регулирование структуры управления в российских акционерных обществах: соответствие требованиям законодательства

6. Характеристика российских АО: ЦУМ "Хлебный Дом" "Лукойл" "Мосэнерго" "Вымпелком"

7. Взаимосвязь между правильным управлением и рыночной оценкой деятельности акционерных обществ

Примеры из развитых рынков капитала (Германия, Великобритания, США)
Деловая ситуация: "Предлагаемое слияние "Вольво - Рено"
Примеры из стран переходного периода (Словакия)
Российский опыт

8. Деловая ситуация: "Красный Октябрь"

9. Деловая ситуация: "АО "Тяжпром"

10. Приложения

1. Некоторые термины рынка капитала
2. Законодательные акты и Положения, касающиеся российских акционерных обществ
3. Структура управления акционерным обществом в регионах
4. Примеры документов по управлению акционерным обществом
5. Три модели управления акционерными обществами на развитых рынках капитала
6. Основные направления деятельности Совета директоров компании "General Motors" в вопросах управления компанией
7. Библиография литературы об управлении акционерным обществом
8. Освещение в прессе вопросов управления акционерным обществом в России

Предисловие

В современном мире бизнеса руководители акционерных обществ, стремящиеся повысить эффективность и прибыльность своих компаний, должны постоянно решать множество различных проблем. Система управления акционерным обществом - это структура взаимодействия интересов всех сторон акционерного общества (АО). Процесс управление АО не только ставит перед руководителями конкретные практические задачи, но и в то же время предлагает конкретные решения.

В прошлом многие руководители рассматривали отдельно правовые и организационные вопросы, финансовые обязательства и вопросы связи с общественностью. В результате, они часто не могли сформировать общую концепцию управления АО. Настоящее пособие представляет собой справочник для руководителей АО, поясняющий важность эффективного управления акционерным обществом и его практическую пользу в конкретной сфере, а именно - в сфере привлечения капитала. Поэтому данное пособие называется "Эффективное управление акционерным обществом - способ привлечения капитала".

Наш подход к созданию данного пособия заключался в анализе различных характеристик рынка, представления данных о компаниях и написании деловых ситуаций. Наше пособие представляет положительные примеры, т.е. "Что руководители должны делать" и отрицательные примеры - "Что руководители не должны делать".

Пособие начинается с описания структуры управления российскими акционерными обществами. Далее следует раздел "Законодательное регулирование структуры управления АО для руководителей российских акционерных обществ", который рассматривает вопросы соответствия требованиям законодательства и раскрытия информации. Для обоснования концепции законодательного регулирования структуры управления в пособии приводятся примеры российского рынка, других стран переходного периода и стран с развитыми рынками капитала. Данные примеры демонстрируют связь между правильным управлением и рыночной оценкой деятельности акционерных обществ. Это подтверждается характеристикой преуспевающих российских компаний, описывающей в хронологическом порядке их действия по привлечению капитала. И, наконец, пособие представляет деловые ситуации, которые потребуют от участников анализа и решения вопросов, связанных с процессом управления акционерным обществом.

Настоящее пособие демонстрирует, что внедрение механизмов эффективного управления АО, соблюдение требований законодательства, создание и поддержание системы раскрытия информации и использование примеров развитых систем корпоративного управления не только просто, но и прибыльно.

Эффективное управление акционерным обществом способствует развитию отношений сотрудничества между руководителями, советами директоров и акционерами, в результате чего цены на акции остаются стабильными в течение длительного периода времени.

Очевидно, что в центре внимания находится опыт недавно созданных российских акционерных обществ. Однако, в определенных вопросах полезно проводить сравнение российского опыта с опытом других стран переходного периода и/или стран развитых рынков капитала.

Настоящее пособие и программа обучения финансируются Агентством по международному развитию при Правительстве США (АМР США) и разрабатываются в сотрудничестве с Федеральной Комиссией по рынку ценных бумаг и Торгово-промышленной Палатой Российской Федерации.

Мы хотели бы выразить особую благодарность Д. В. Васильеву, Председателю Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг; С.С. Беднову, Вице-президенту Торгово-промышленной Палаты Российской Федерации; региональным представителям ТПП в Нижнем Новгороде, Казани, Иркутске и Владивостоке; С. Шишкину, заместителю директора Международного института правовой экономики; Е. Кулькову, юрисконсультанту Международного института правовой экономики; компаниям "Арес Ассошиэйтс", "Артур Андерсен", "Бэнк оф Нью Йорк", "Буз, Аллен и Хамилтон", "Бритиш Ноу Хау Фанд", "Берсон Марстеллер", "Карана", "ЦентрИнвест Груп", "КС Ферст Бостон"; Диалог Банку; Европейскому банку реконструкции и развития; компании "Ай Эн Джи Барингс"; аудиторской фирме КПМГ; инвестиционной компании Олма; компаниям "Паттерсон, Белькнап, Уэбб и Тайлер", "Прайс Уотерхаус", "Рашн Портфолио", "Саломон Бразерс", "Скейт Пресс", и "Рикавери Груп" за оказанную помощь и вклад, который они внесли в разработку проекта и без участия которых написание пособия было бы невозможно.

Москва, январь 1997

Эффективное управление акционерным обществом - способ привлечения капитала
Семинар для руководителей российских акционерных обществ

- Кто? Руководители, которые хотят создать эффективно работающее АО, повысить цены на свои акции и привлечь инвесторов
- Что? Соответствие требованиям законодательства
Раскрытие информации внутри и за пределами акционерного общества
Постоянные связи между АО и акционерами
Продуктивные отношения с инвесторами
- Когда? Сразу же и на постоянной основе
- Где? Внутри акционерного общества, в России и за рубежом
- Почему? Потому, что эффективное управление способствует эффективной работе АО и обеспечивает стабильные цены на акции
- Как? Детали будут рассмотрены на этом трехдневном семинаре

Введение в управление акционерным обществом

Что такое управление акционерным обществом?

Акционерное общество (АО) объединяет несколько сторон, каждая из которых преследует свои интересы: это - управляющие, служащие, акционеры, члены Совета директоров и другие материально заинтересованные лица (например, владельцы облигаций). **Управление акционерным обществом - это механизм или система взаимодействия сторон и способы, с помощью которых они представляют свои интересы.**¹

Законы и положения, регулирующие деятельность АО и рынка ценных бумаг, создают законодательную базу для взаимодействия сторон АО; они определяют структуру управления акционерным обществом в конкретной стране. Как правило, законодательная база дополняется: (1) Уставом компании и (2) внешними законодательными документами. Положения для каждого конкретного АО определяются его Уставом. Устав закрепляет правила управления для конкретного АО, а также может затрагивать аспекты, оставленные на рассмотрение каждого конкретного АО. Внешними законодательными документами могут быть правила или требования, устанавливаемые такими саморегулирующимися структурами, как биржи, торгово-промышленные палаты, ассоциации зарегистрированных компаний. Оба типа дополнительных документов очень важны, т.к. ими определяются обязанности и/или отношения, которые не регламентированы законодательством.

Приведенные выше аспекты управления АО представляют собой структуру "де-юре", которая, как правило, осложняется структурой "де-факто", отражающей практику конкретной страны. К важным элементам системы управления "де-факто" относятся: структура владения акциями, влияние, авторитет основных участников данного рынка и общепринятую практику их поведения в конкретной стране (в соответствии с их узаконенными правами обязанностями).

Таким образом, более полное определение управления акционерным обществом включает в себя:

- права и обязанности сторон АО и их взаимодействие в рамках АО;
- общие юридические нормы, в рамках которых функционирует акционерное общество; и
- фактическое поведение основных участников.

¹ В английском языке термин "корпоративное управление" означает "управление" или администрация "корпораций". По определению, этот термин относится к особому типу юридических лиц, а именно к корпорациям. Более точно, этот термин в основном относится к особому типу корпораций, а именно к тем, акции которых продаются на фондовой бирже, а также на внебиржевом рынке и неформально. Он не касается администрации других типов компаний. В русском языке используется термин "управление акционерным обществом".

По определению, управление акционерным обществом - это динамичное явление, поскольку оно касается взаимоотношений между сторонами. По мере развития этих отношений, сама система постоянно меняется и адаптируется к новым условиям.

Почему управление акционерным обществом важно?

Когда акционерное общество занимает деньги, отношения между должником (АО) и кредитором (банком или владельцем облигации) оформляются соглашением между сторонами.

Когда акционерное общество увеличивает капитал за счет продажи акций, отношения с акционерами становятся более гибкими. Условиями таких отношений являются следующие: покупая акции АО, инвестор предоставляет АО необходимый капитал и становится владельцем или держателем акций (акционером) данного АО. В ответ на это, акционерное общество предоставляет ему определенные права: права на информацию, право голоса, финансовые права. (См. Схему "Источники капитала в условиях рыночной экономики").

Управление акционерным обществом создаёт структуру, которая определяет права и обязанности различных сторон АО и регулирует механизмы их взаимоотношений. Полное понимание вопросов управления АО позволяет каждой стороне планировать и осуществлять свою стратегию для достижения поставленных целей и представлять свои интересы. Оно также позволяет каждой стороне оценивать поведение других сторон.

Рассмотрим, например, поток информации, касающийся ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА). Члены совета директоров, правления и акционеры компании должны быть знакомы с установленными законодательством способами объявления собрания, подготовки к нему и его проведения для того, чтобы:

- каждая сторона выполнила свои обязательства; и
- имела возможность полностью осуществить свои права.

Управление акционерным обществом способствует эффективной деятельности АО за счет определения обязанностей и расстановки задач.

Когда между сторонами, представляющими противоположные интересы, возникают конфликты, правильное управление может их урегулировать и предотвратить кризис. В таких случаях каждая сторона должна признавать права и обязанности всех сторон и понимать структуру их взаимодействия. Понимание концепции управления АО и создаёт такую базу.

В условиях переходного периода понимание элементов "де-факто" и "де-юре" очень важно. Во-первых, оно позволяет каждому участнику выполнять свою роль. Во-вторых, поскольку вся система находится в стадии развития, такое понимание позволит всем участникам выявить недостатки и предпринять необходимые действия по улучшению системы.

Как управление акционерным обществом влияет на оценку рынка?

Как на рынках развитого капитала, так и в условиях экономики переходного периода существует взаимосвязь между правильным управлением и оценкой рынка.

В условиях развитого рынка капитала инвесторы делают два основных предположения перед тем, как вкладывать деньги в акции. Они предполагают, что: во-первых, структура управления АО соответствует требованиям законодательства, и, во-вторых, АО предоставит полную информацию о своей деятельности, финансовому положению, структуре управления и структуре владения акциями. Затем инвесторы должны будут проанализировать полученную информацию для принятия инвестиционных решений.

После этого акционеры могут реагировать на состояние АО с точки зрения соответствия структуры управления нормам законодательства и требования к раскрытию информации двумя способами: первый: решают купить или продать акции, и второй: решают голосовать на ежегодных общих собраниях акционеров.

Процесс может быть описан следующим образом: **Своевременное и последовательное раскрытие информации об АО ведет к "прозрачности" рынка. Прозрачность рынка позволяет потенциальным инвесторам и акционерам оценить АО и корректировать оценку акций этого АО быстро и на постоянной основе.** Такая постоянная корректировка способствует формированию более полной оценки рынка и более стабильных цен на акции.

В условиях экономики переходного периода была достигнута стадия приватизация. Бывшие государственные предприятия были превращены в акционерные общества. Однако, многие участники этих вновь образованных акционерных обществ не знают о своих правах и обязанностях, не имеют представления о своих ролях управляющих или членов совета директоров и /или акционеров. Одновременно с этим многие акционерные общества не могут подготавливать, обрабатывать и предоставлять инвесторам полную и необходимую информацию. Такой информационный дефицит создаёт дополнительный риск для инвесторов, т.к. они часто не могут принять правильных решений по инвестированию.

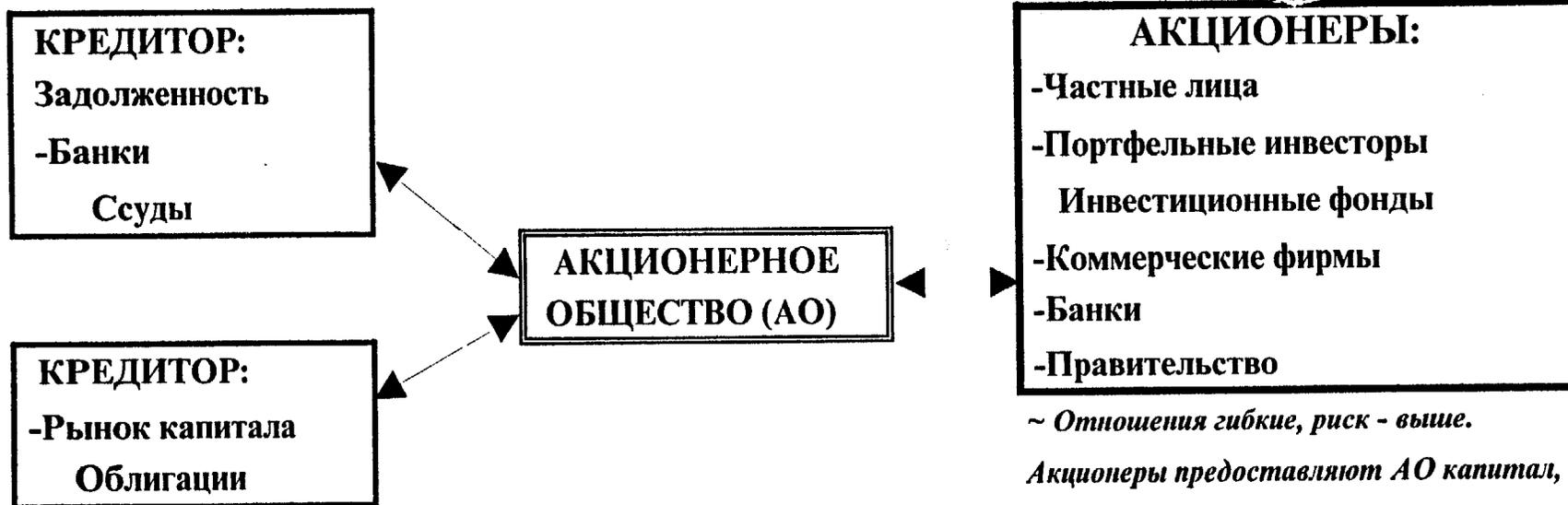
По мере роста и глобализации рынков капитала полное понимание концепции управления акционерным обществом (корпоративного управления) очень важно для инвестора, управляющего, члена совета или сотрудника. Почему? Потому, что капитал не знает границ. **Инвестиции скорее всего будут направлены на те рынки, где акционерные общества строго следуют требованиям законодательства по структуре управления, акционеры признаются неотделимыми участниками управления, и инвесторы получают своевременную и полезную информацию от АО.**

Настоящее руководство и семинар представляют разнообразные примеры из развитых рынков капитала, стран переходного периода и России. Эти примеры демонстрируют как:

плохое управление, с точки зрения соответствия законодательству и требованиям к раскрытию информации, ведет к финансовым трудностям; а

эффективное управление может способствовать более продуктивной деятельности компании и формированию правильной рыночной оценки акций.

ИСТОЧНИКИ КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ



~ Постоянная прибыль на ссуды,
облигация отражает конкретную прибыль.

Отношения, определяемые контрактом
между должником (АО) и
кредитором (банком или владельцем облигаций).

~ Отношения гибкие, риск - выше.

Акционеры предоставляют АО капитал,
а АО предлагает акционерам занять место
в управлении АО.

Акционеры имеют следующие права:

1. право на информацию

- право получать финансовую информацию и
информацию о ежегодном собрании акционеров

2. право голоса

3. финансовые права

- право продавать акции
- право получать дивиденды
в соответствии с финансовым
положением АО.

13

Структура управления российскими акционерными обществами

Введение

Система управления акционерным обществом развивается в соответствии со спецификой и условиями конкретной страны. В течение последних 50 лет специалисты в области корпоративного права и управления выделяют три основных модели стран с развитыми рынками капитала. Это: англо-американская, японская и немецкая модели.² С 90-х годов в странах Центральной и Восточной Европы, России и государствах бывшего СССР начала формироваться новая модель управления акционерными обществами.

Каждую модель можно охарактеризовать следующими составными элементами: ключевыми участниками (микроуровень) АО и рынка ценных бумаг любой страны, а также структурой владения акциями, составом Совета директоров (Правления и наблюдательного совета - в немецкой модели), законодательными рамками, требованиями к раскрытию информации для корпораций, включенных в листинг, корпоративные действия, требующие одобрения акционеров, механизмом взаимодействия между ключевыми участниками.

Настоящая статья описывает российскую модель управления, которая будет рассмотрена более детально в данном руководстве и на семинаре.

Ключевые участники в российской модели управления

Участниками российского рынка ценных бумаг являются руководители предприятий, акционеры (как внутренние, так и внешние), регистраторы акций, аудиторы, ревизионные комиссии, саморегулируемые организации (т.е. добровольные организации инвестиционных учреждений), Федеральная Комиссия по рынку ценных бумаг.

Акционеры могут быть **внутренними и внешними**. Внутренние акционеры - это руководители и работники предприятий, которые получили или купили акции своего предприятия во время массовой приватизации. Внешними акционерами могут быть: Государственный комитет по управлению государственным имуществом, банки, недавно созданные инвестиционные фонды, коммерческие фирмы (стратегические инвесторы), индивидуальные инвесторы, иностранные инвесторы (корпоративные, институциональные или индивидуальные).

Ключевыми участниками внутренней структуры управления АО в России являются руководители, члены совета директоров и акционеры. (См. схемы: Модель управления российскими акционерными обществами - теория и практика).

² См. Приложение 5: "Три модели управления акционерными обществами на развитых рынках капитала".

14

Структура владения акциями

Исследование, проведенное в России в конце 1995 года, показало, что **65 процентами предприятий владеют рядовые сотрудники**. Однако, эти сотрудники не играют активной роли в управлении. Существуют также предприятия, акциями которых владеют руководители. В таких случаях это, как правило, руководители высшего звена.

Структура внешних владельцев неоднородна: в основном, российские коммерческие фирмы, физические лица и ваучерные инвестиционные фонды являются самыми крупными внешними акционерами.

В последние два года внимание прессы привлекает появление в России нескольких **финансово-промышленных групп (ФПГ)**. В каждую группу входит банк и несколько крупных промышленных АО. Акционерные общества, как члены ФПГ, связаны между собой множеством различных отношений: они покупают и продают друг другу товары и услуги, имеют счета в банке или банках, и владеют акциями друг друга. Во многих случаях, феномен "перекрестного владения акциями" объясняется явлением переплетенного директората, т.е. участие более, чем в одном совете директоров: руководители одного АО могут быть избраны в совет директоров другого АО, входящего в состав ФПГ.

Состав совета директоров российских АО

В соответствии с Федеральным законом об акционерных обществах, вступившим в силу 1 января 1996 года, **совет директоров российского акционерного общества должен переизбираться ежегодно, и члены исполнительного органа не могут составлять большинства в совете директоров**.

Для открытого общества с числом акционеров более одной тысячи количественный состав совета директоров, согласно закону, не может быть менее семи членов; для общества с числом акционеров более десяти тысяч - не менее девяти членов.

В соответствии с законом, выборы членов совета директоров общества с числом акционеров более одной тысячи осуществляются **кумулятивным голосованием**. В обществе с числом акционеров менее одной тысячи Уставом может быть предусмотрено кумулятивное голосование при выборах членов совета директоров.

Исследования, проводимые Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, показывают, что процесс приведения деятельности в соответствие с требованиями законодательства набирает силу, хотя в настоящий момент далеко не все акционерные общества проводят кумулятивное голосование и приглашают "внешних" членов в советы директоров.

Законодательная база в России

Как уже говорилось, Федеральный закон "Об акционерных обществах" вступил в силу 1 января 1996 года. Все акционерные общества должны привести свою деятельность в соответствие с этим законом не позднее 1 июля 1997.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг регулирует деятельность рынка ценных бумаг в России. Эта комиссия была создана в соответствии с Указом Президента РФ № 163 от 9 марта 1993 года. В период до принятия нового закона о ценных бумагах, деятельность Комиссии определялась этим и последующими президентскими указами. Новый закон Российской Федерации № 39 "О рынке ценных бумаг" был принят Госдумой 20 марта 1996 года и вступил в силу 25 апреля 1996 года.

Российские и зарубежные юристы утверждают, что принятие этих двух законов способствует улучшению правовой обстановки в России. Остаётся только посмотреть, сколько времени потребуется российским акционерным обществам, чтобы привести своё состояние в соответствие с этими законами, и как Федеральная комиссия будет выполнять свою регулирующую роль.

См. Приложение 2, в котором приводится список различных законодательных актов, касающихся управления акционерным обществом и рынка ценных бумаг.

Требования к раскрытию информации в российских АО

Российское акционерное общество с числом акционеров более одной тысячи должно информировать своих акционеров о ежегодном общем собрании акционеров в письменной форме не позднее 30 дней до его проведения. В это извещение должна быть включена следующая информация: дата, время и место проведения собрания, дата, не позднее которой должны быть определены права акционеров при голосовании, повестка дня и способ получения акционерами материалов и любой информации о собрании. В такие материалы входят: годовой отчет, отчет ревизионной комиссии или аудитора, сведения о кандидатах в совет директоров и ревизионную комиссию, проект поправок к уставу (если они будут обсуждаться на собрании).

С точки зрения инвестора или акционера, раскрытие информации является одним из основных вопросов управления акционерным обществом в России. Раскрытие информации описано детально в главе "Законодательное регулирование российским акционерным обществом. Требования к раскрытию информации."

Действия АО, требующие одобрения акционеров

Акционеры российского акционерного общества имеют следующие полномочия на общих собраниях: выборы совета директоров, одобрение распределения чистой прибыли (в том числе дивиденды), выборы ревизионной комиссии, одобрение кандидатуры аудитора.

Особыми действиями АО, требующими одобрения акционеров, являются: определение размера вознаграждения членам совета директоров, реорганизация, изменения и дополнения к уставу (например, изменение количества объявленных акций и увеличение уставного капитала).

Акционер или группа акционеров, владеющая по крайней мере 10% акционерного капитала, имеют право созвать внеочередное общее собрания акционеров.

Акционеры российских АО имеют преимущественные права (если такое положение включено в устав), за исключением случаев их отмены решением общего собрания акционеров.

Эти вопросы рассмотрены в разделе **“Законодательное регулирование управления российскими акционерными обществами. Соответствие требованиям законодательства”**.

Взаимодействие между ключевыми участниками в российской модели управления

Взаимодействие между основными участниками внутреннего управления российским АО могут быть представлены в виде треугольника. Это так называемый **“треугольник корпоративного управления”**, такой же, как в англо-американской модели (см. схему **“Модель управления российскими акционерными обществами - теория и практика”**).

На сегодняшний день в России, как и в условиях любого другого рынка, стратегия или поведение инвестора или акционера определяется рыночными условиями. В настоящий момент немногие российские акционеры (внутренние или внешние) интересуются вопросами управления по различным причинам. Однако, если допустить, что некоторые акционеры не смогут продать свои акции, то, по крайней мере, они должны подумать о возможной выгоде из участия в процессе управления.

Другими словами, акционеры должны рассматривать различные возможности своего участия в процессе управления АО. Данные этого руководства и семинара показывают, что существует взаимосвязь между правильным управлением АО и финансовым состоянием компании. (см. схему **“Выход или Голос”**).

В России сегодня, как на многих развивающихся рынках, некоторые инвесторы пытаются приобрести достаточное количество акций для того, чтобы иметь возможность **“контролировать”** АО. Мотивом для руководителя или **“внутреннего”** акционера может быть попытка получить возможность контроля для того, чтобы защитить себя как управляющего. С другой стороны, мотивом может быть старание получить контрольный пакет акций для того, чтобы иметь возможность провести структурную реорганизацию, одновременно продав достаточное количество акций и получить новый капитал. Важным моментом здесь является компромисс между возможностью получения контроля или притоком капитала.

17

В странах с развитыми рынками капитала бывают ситуации, когда определенные инвесторы или инвестиционные фонды, направляющие свою деятельность на предприятия конкретной отрасли, покупают акции предприятия для того, чтобы приобрести возможность его контролирования. Однако, в большинстве случаев стратегические инвесторы или портфельные инвесторы покупают акции для того, чтобы получать доходы от своих вложений в течение длительного периода времени в виде дивидендов или за счет увеличения рыночной цены акции.

В настоящее время инвесторы, нацеленные на получение доходов от вложений в российские компании, останавливаются на крупных российских АО, выпускающих американские депозитарные свидетельства (расписки) АДР. Акции таких российских компаний более ликвидны и представляют собой меньший риск и больший потенциал с точки зрения увеличения цены акции. (см. схему "Контроль или Доход").

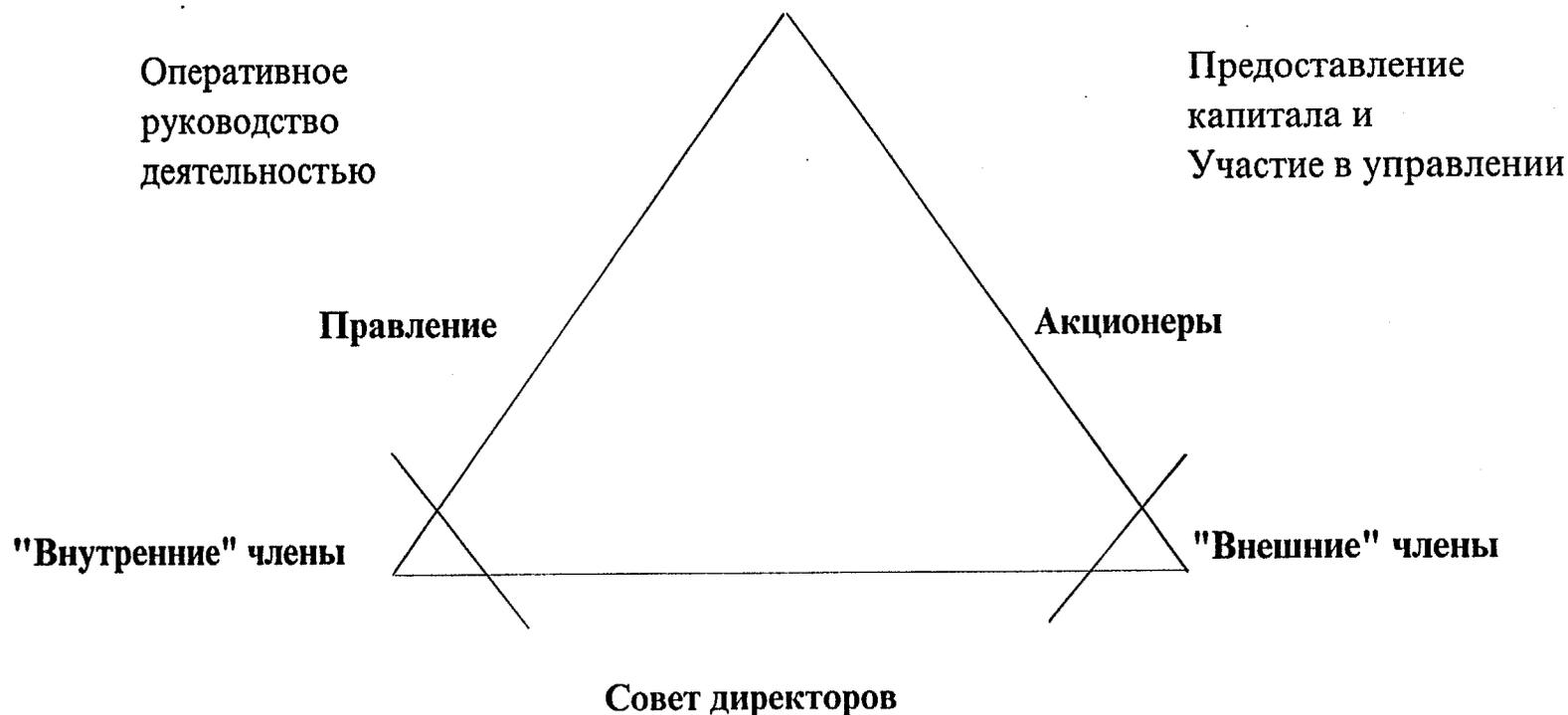
В России культура корпоративного управления находится все ещё в зачаточном состоянии. В Москве и других городах начали появляться хорошо информированные и профессиональные специалисты. Но несмотря на это, большинство участников рынка (инвесторов, руководителей, директоров и других) чувствует неуверенность из-за незнания своих прав и обязанностей. В такой ситуации необходимым условием защиты интересов инвесторов и эмитентов является деятельность Федеральной комиссии по регулированию рынка, а также рыночная саморегуляция.

В середине 1994 года ассоциации акционеров выступили с первыми инициативами и приняли "Российскую декларацию по правам акционеров". К концу года более 500 российских АО добровольно заявили о своей готовности следовать положениям этой декларации, которая помимо прочего говорит о равных правах всех акционеров. После принятия нового Федерального закона об акционерных обществах началась новая стадия развития структуры управления акционерными обществами.

Сравнение российской модели управления АО с моделями управления развитых рынков капитала.

Схема в конце данного раздела представляет характеристику российской модели в сравнении с каждой из трех моделей развитых рынков капитала.

Модель управления российскими акционерными обществами ТЕОРИЯ



Члены Совета избираются ежегодно (п.1 Ст. 66 Закона об акционерных обществах)
Генеральный директор не может быть одновременно Председателем совета (п.2 Ст 66
Закона об акционерных обществах)

Члены Правления не могут составлять большинства в совете директоров (п.2 Ст.66 Закона об акционерных обществах)
Кумулятивное голосование (п.4 Ст. 66 Закона об акционерных обществах)

Модель управления российскими акционерными обществами
ПРАКТИКА



10

"ВЫХОД" или "ГОЛОС"

Наблюдение за управлением
Анализ процесса управления и деятельности АО с финансовой точки зрения
Изучение законодательной базы рынка ценных бумаг и деятельности АО
Взаимодействие с другими инвесторами

"НАБЛЮДЕНИЕ"

"ВЫХОД"

"ГОЛОС"

Ликвидный рынок (условие рынка)
и/или

Незначительный интерес к участию в процессе
управления (стратегия инвестора)

Голосование на ежегодных общих
собраниях акционеров
Предложение кандидатур в совет директоров
Представительство в совете директоров

"КОНТРОЛЬ" или "ДОХОД"

"КОНТРОЛЬ" ————— "ДОХОД"

- Неликвидный рынок
- "Выход" невозможен
- Инвесторы заинтересованы в получении контрольного пакета акций АО с целью реорганизации или продажи его стратегическим инвесторам

- Ликвидный рынок
- Наличие необходимой информации на рынке ценных бумаг, что влияет на установление цены на акции
- "Голос" оказывает положительное воздействие на процесс управления и финансовое положение АО
- Инвесторы не заинтересованы в осуществлении контроля и вместо этого могут сосредоточиться на получении дохода в форме дивиденда или за счет увеличения цены акции

22

Сравнительная характеристика российской модели управления акционерным обществом и моделей управления на развитых рынках капитала

Сходства между российской и англо-американской моделями управления

- “Треугольник” управления акционерным обществом
- Защита прав акционеров, не имеющих контрольного пакета акций (т. е. кумулятивное голосование)
- Многосторонний мониторинг (т. е. аудиторская комиссия и наблюдательная комиссия)
- Личные контакты директоров играют важную роль при выборе кандидатов в совет директоров
- Инвестиционные фонды внутри страны являются основными “внешними” акционерами в обеих странах

Различия между российской и англо-американской моделями управления

- Роль Государственного комитета по управлению имуществом в России и отсутствие государственного владения американскими АО
- Появление в России финансово-промышленных групп (типа сети кейрецу)
- Российские банки универсальны, американские - нет
- В соответствии с законом Главный исполнительный директор в России не должен одновременно быть председателем совета директоров; в США или Великобритании такого требования нет

Сходства между российской и немецкой моделями управления

- Особое внимание уделяется долгосрочному контролю над предприятием, а не краткосрочной прибыли
- Банки играют двойную роль в качестве кредиторов и акционеров (так называемые универсальные банки)
- Структура владения акциями похожа: российские компании являются одними из крупнейших акционеров в российских АО; немецкие компании владеют большей частью акций в немецких АО

Различия между российской и немецкой моделями управления

- Российские АО используют “треугольник” управления; немецкие АО - двустороннее управление
- Российские АО имеют право изменить размер совета директоров; размер наблюдательного совета в Германии установлен законом.
- иностранцы владеют 19% всего немецкого акционерного капитала, но они ещё не имеют значительного веса в управлении немецкими АО
- Инвестиционные фонды внутри страны являются основными акционерами в России, а в Германии - нет

Сходства между российской и японской моделями управления

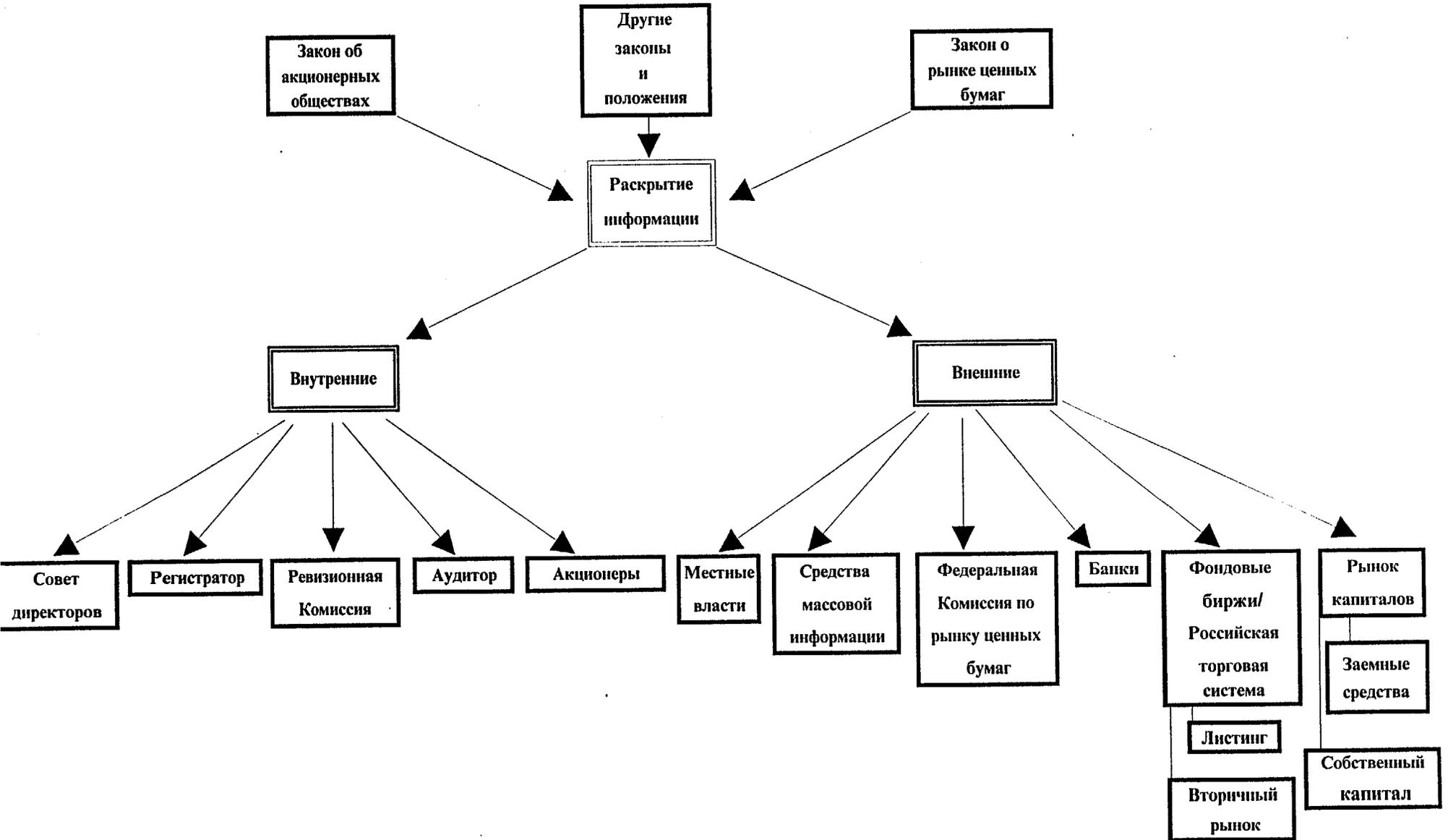
- “Треугольник” управления акционерным обществом
- Особое внимание уделяется долгосрочному контролю над предприятием, а не краткосрочной прибыли
- Банки играют двойную роль в качестве кредиторов и акционеров (так называемые универсальные банки)
- Сети кейрецу, возглавляемые банками (финансово-промышленные группы), существуют на обоих рынках

Различия между российской и японской моделями управления

- Работники предприятия могут и не представлять большинства в совете директоров российского АО; в большинство японских советов входят только “внутренние” представители
- Несмотря на то, что иностранное владение акциями российских АО незначительно, иностранцы всё же играют определенную роль в управлении тех российских АО, которые хотят иметь их в Правлении или совете директоров; японские АО создали неформальные барьеры на пути иностранных акционеров, которые существенно ограничивают их роль в управлении АО
- Инвестиционные фонды внутри страны являются основными акционерами в России; а в Японии - нет

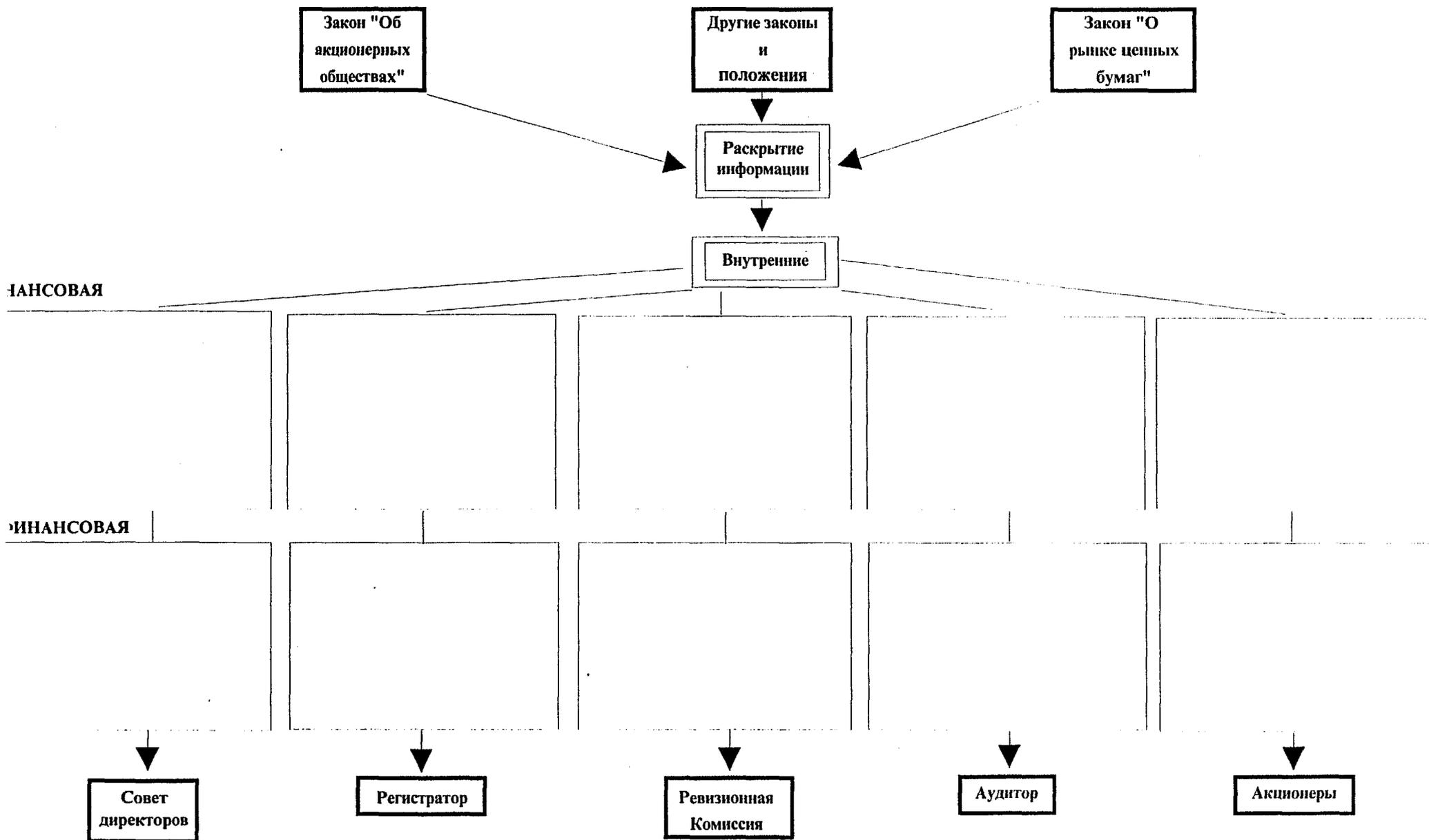
23

ТРЕБОВАНИЯ К РОССИЙСКИМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВАМ ПО РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ

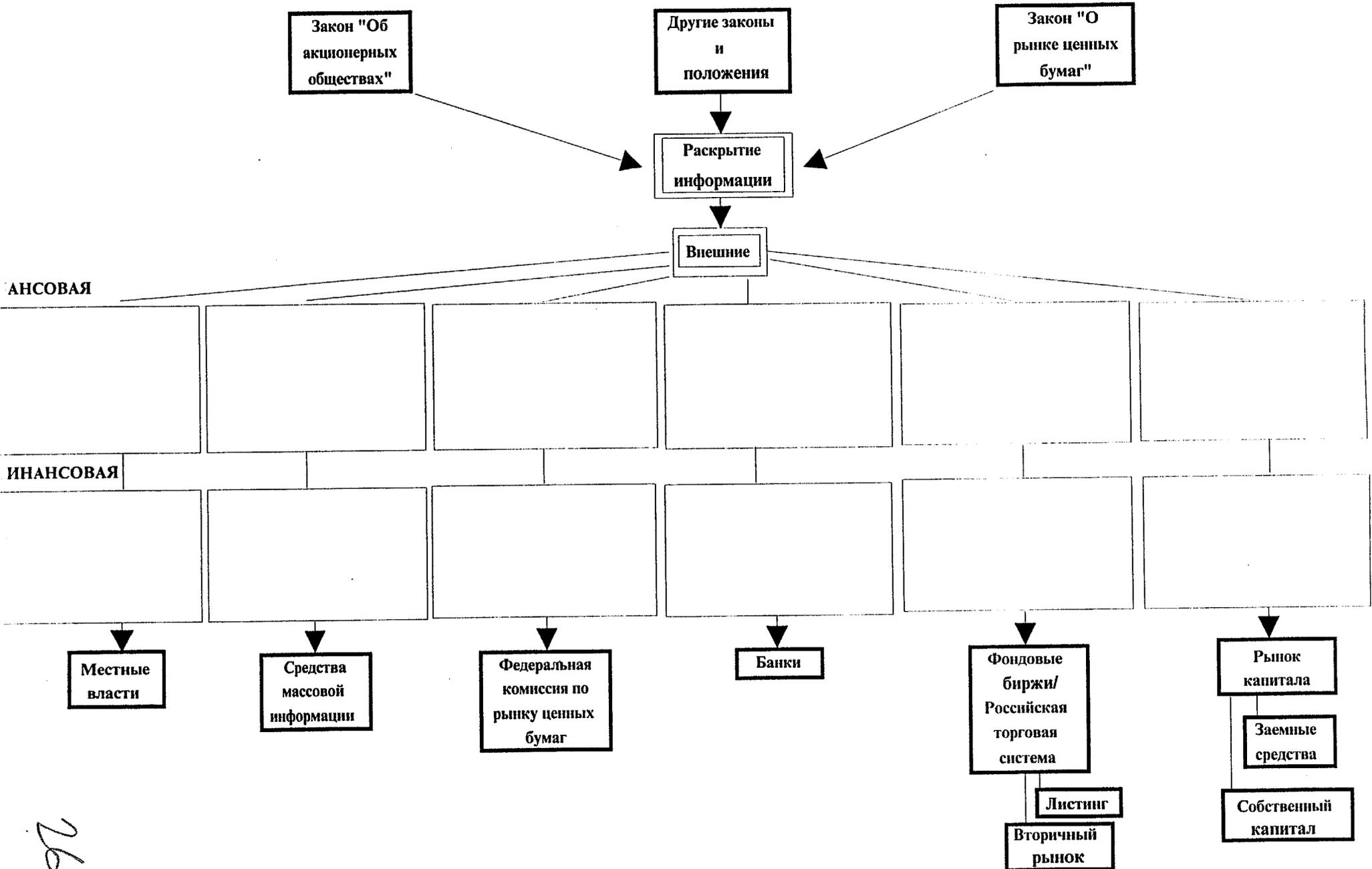


24

ТРЕБОВАНИЯ К РОССИЙСКИМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВАМ ПО РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ



ТРЕБОВАНИЯ К РОССИЙСКИМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВАМ ПО РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ



26

Законодательное регулирование структуры управления российских акционерных обществ

На семинаре будут рассмотрены положения, регулирующие деятельность акционерных обществ (структура управления АО, права и обязанности членов органов управления, права акционеров, роль и ответственность ревизионной комиссии и аудиторов общества), а также требования законодательства по раскрытию информации.

Структура рассмотрения каждого вопроса будет (предположительно) такова:

- 1. требования законодательства;*
- 2. практические аспекты (ссылка на статью, приведение примеров, слушателям будет предложено привести свои примеры по каждому вопросу);*
- 3. законодательство и практика других стран.*

Кроме обсуждения основных моментов (из-за нехватки времени) материала, представленного в письменном виде слушателям, также будут рассмотрены другие вопросы, относящиеся к корпоративному управлению.

При рассмотрении темы о раскрытии информации предполагается также обратить внимание на следующие моменты:

- 1. Понятие раскрытия информации.*
- 2. Раскрытие информации акционерам общества.*
- 3. Раскрытие информации неограниченному кругу лиц и потенциальным инвесторам акционерного общества.*
- 4. Процедура раскрытия информации при эмиссии ценных бумаг АО.*
- 5. Коммерческая тайна. Сведения, которые не могут составлять коммерческую тайну.*
- 6. Предоставление информации государственным органам.*
- 7. Проблема ответственности за непредоставление информации.*
- 8. Законодательство и практика иностранных государств по раскрытию информации.*

Кроме этого слушателям будет предложено заполнить таблицу "Требования к российским акционерным обществам по раскрытию информации".

Законодательное регулирование структуры управления российских акционерных обществ

Требования к раскрытию информации

Объявление о созыве ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА)

Сообщение о проведении ЕОСА должно быть сделано не позднее 30 дней до даты его проведения. При этом посылается письменное уведомление и (или) публикуется в средствах массовой информации. В уставе должно быть конкретно указано как должно осуществляться сообщение. Если в нем сказано о необходимости публикации, то следует указать на орган печати.

В противном случае, в соответствии с законом общество обязано сообщить акционеру о проведении собрания заказным письмом (п.1 ст.52), что в свою очередь защищает права акционеров. Бюллетени для голосования рассылаются также заказным письмом (п.1 ст.65).

Следующая информация должна быть включена в сообщение о проведении общего собрания:

- наименование и место нахождения общества;
- дата, время и место проведения собрания;
- вопросы повестки дня;
- порядок ознакомления акционеров с информацией, которая им должна быть предоставлена при подготовке к собранию;
- дата составления списка акционеров, которые имеют право участвовать на собрании.

Что касается информации, с которой акционер имеет право ознакомиться при подготовке к собранию, то она включает:

- годовой отчет АО,
- заключение ревизора и аудитора по результатам годовой проверки деятельности общества,
- сведения о кандидатах в совет директоров и ревизионную комиссию,
- проекты изменений и дополнений, вносимых в устав.

Этот перечень не является исчерпывающим и может быть расширен Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. Могут быть предоставлены также и дополнительные материалы с учетом повестки дня и предмета обсуждения на собрании.

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА)

Акционер или акционеры, которые владеют (в совокупности) не менее чем 2 % акций общества, имеют право вносить не более двух предложений в повестку дня ЕОСА. Предложения должны быть в письменной форме с указанием мотивов именно такой (а не другой) постановки вопроса.

Необходимо указать также свои имена, количество и категорию принадлежащих акций. Обязателен срок, в течении которого можно подавать такие предложения - не позднее 30 дней после окончания финансового года (если в уставе не определен другой срок - более поздний).

В повестку дня могут быть включены все вопросы деятельности акционерного общества, по которым решение принимается именно общим собранием акционеров общества.

Объявление внеочередного общего собрания акционеров (ВОСА)

В целом процедура объявления ВОСА такая же как и при ежегодном собрании. Существуют определенные правила в отношении того как должны созываться ВОСА. Так, например, если такое собрание созывается по инициативе ревизионной комиссии, аудитора или акционера, то здесь нет ограничения количества предложений, вносимых в повестку дня собрания, в отличие от ЕОСА. Совет директоров не может изменить повестку дня внеочередного собрания.

Повестка дня обязательна и для самого общего собрания: собрание не вправе самостоятельно изменить ее или обсуждать какие-то другие вопросы, не включенные в нее. Это является своего рода защитой прав акционеров, которые не присутствуют на собрании, особенно, если решение по данному вопросу будет касаться непосредственно их.

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): распределение прибыли

Общее собрание или совет директоров объявляет размер дивиденда и дату начала выплаты акционерам. Дивиденды выплачиваются по акциям, приобретенным не позднее 30 дней до официального объявления даты его выплаты.

Принятое собранием или советом директоров решение о размере дивидендов и сроках их выплаты рассматривается как принятые обществом обязательства по их выплате держателям обыкновенных акций.

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): избрание членов совета директоров (с приложением биографических данных)

По итогам голосования счетная комиссия составляет протокол, который подписывается ее членами. При этом они несут ответственность за достоверность его сведений. Протокол об итогах голосования хранится вместе с протоколом общего собрания.

Сообщение об итогах голосования доводится до сведения акционеров:

- непосредственно на собрании;
- путем опубликования отчета об итогах голосования;
- путем направления отчета акционерам.

Однако на собрании может не присутствовать часть акционеров и было бы целесообразным опубликовать отчет в центральных средствах массовой информации, доступных всем акционерам.

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): избрание членов ревизионной комиссии

Акционер или акционеры, которые владеют (в совокупности) не менее чем 2 % акций общества, имеют право выдвигать своих кандидатов в члены ревизионной комиссии. Число предложенных кандидатов не может превышать количественного состава этих органов.

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): увеличение уставного капитала

В соответствии с законодательством уставный капитал общества может быть увеличен путем:

- увеличения номинальной стоимости акций;
- размещения дополнительных акций.

В обоих случаях необходимо соблюдение требований законодательства о ценных бумагах.

Право принятия решения об увеличении уставного капитала общее собрание может делегировать совету директоров, если такая возможность предусмотрена уставом (ст.28).

Совет директоров АО уведомляет орган государственной регистрации в недельный срок о внесении соответствующих изменений в устав для последующей регистрации. (Указ Президента от 31.07.95.№31"О дополнительных мерах по обеспечению прав акционеров").

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): эмиссия новых акций

На практике очень часто используют два термина "эмиссия" и "выпуск" в качестве синонимов. На самом же деле необходимо иметь в виду, что эмиссия акций - это установленная законодательством *последовательность действий* эмитента - акционерного общества по размещению акций. Выпуск акций означает *совокупность акций* одного эмитента (акционерного общества), которые предоставляют одинаковый объем прав владельцам и которые имеют одинаковые условия эмиссии. Все акции одного выпуска должны иметь один и тот же государственный регистрационный номер.

Решение о выпуске новых акций принимается ЕОСА, который может делегировать свои полномочия совету директоров (ст.28). Принятое решение необходимо вместе с другими документами зарегистрировать в соответствии с законодательством о рынке ценных бумаг. Результаты решений собрания должны быть сообщены акционерам.

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): эмиссия облигаций

В законе определено право АО выпускать облигации и указаны существенные признаки облигации. Решение о выпуске облигаций должно определять форму, сроки и другие условия погашения облигаций. АО может выпускать облигации, обеспеченные залогом определенной части имущества, предоставленного ему для этих целей третьими лицами. Облигации без обеспечения могут быть выпущены только при соблюдении условий о том, что это можно сделать не ранее третьего года и при условии надлежащего утверждения двух годовых балансов АО (ст.33).

В том случае, если государственная регистрация выпуска облигаций должна в соответствии со “Стандартами эмиссии...” сопровождаться регистрацией проспекта эмиссии, необходимо зарегистрировать проспект эмиссии. В связи с чем необходимо провести соответствующую работу по подготовке проспекта. В проспекте эмиссии, кроме прочих сведений дается и общая информация об облигациях:

- серия и форма облигаций;
- общий объем выпуска облигаций (по номинальной стоимости);
- количество размещаемых облигаций;
- номинальная стоимость одной облигации;
- права, предоставляемые облигацией (в том числе очередность выплат владельцам облигаций при ликвидации эмитента; в случае размещения конвертируемых облигаций указываются вид, категория (тип) или серия ценных бумаг и количество, в которые конвертируется каждая облигация, все права по ценным бумагам, в которые эти облигации конвертируются, а также порядок и условия такой конвертации);
- срок погашения облигаций;
- условия и порядок погашения облигаций.

В случае публичного размещения облигаций и иных ценных бумаг АО обязано опубликовать следующую информацию:

- о решении о размещении обществом облигаций в течение 5 дней со дня принятия решения;
- наименование органа, принявшего решение и дату его принятия.

После государственной регистрации облигаций и иных ценных бумаг в течении 5 дней необходимо также опубликовать:

- наименование эмитента;
- вид и форму размещаемых ценных бумаг;
- количество размещаемых ценных бумаг;
- сроки и условия размещения;
- дату и номер государственной регистрации;
- место(а) ознакомления с проспектом эмиссии размещаемых ценных бумаг.

После утверждения АО итогов размещения облигаций и иных ценных бумаг в течение месяца:

- наименование эмитента;
- наименование органа, утвердившего итоги и дату утверждения;
- вид и форму размещаемых ценных бумаг;
- количество размещаемых ценных бумаг.

Данные требования содержатся в Постановлении Федеральной комиссии № 8 от 7 мая 1996 г., в котором указывается, что подобная информация должна публиковаться в "Приложении к Вестнику Федеральной комиссии", хотя акционерное общество может опубликовать дополнительно и в других средствах массовой информации.

При этом в исключительную компетенцию совета директоров входит принятие решения о размещении обществом облигаций, если иное не предусмотрено уставом (п.7 ст. 65).

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): изменения и дополнения к уставу

Закон предусматривает отнесение вопроса о внесении изменений и дополнений в устав к исключительной компетенции общего собрания акционеров (ОСА), за исключением случаев, когда эти изменения связаны с увеличением уставного капитала общества и решение данных вопросов может быть отдано совету директоров (ст.ст.12, 27, 28, 48).

Заработная плата и другие выплаты членам совета директоров

Членам совета директоров (наблюдательного совета) по решению общего собрания акционеров может выплачиваться вознаграждение за исполнение ими своих обязанностей, хотя возможно и безвозмездное исполнение обязанностей члена совета (п.2 ст.64). Запись о выплате вознаграждения можно включить в устав.

В законе "Об акционерных обществах" не установлено, что размер заработной платы и других компенсаций членов совета директоров должен быть опубликован.

В соответствии с Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 19 от 17 сентября 1996 г., утвердившим "Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии", акционерное общество должно при регистрации проспекта эмиссии включить в него среди другой обязательной информации также и сведения о размере вознаграждения, которое выплачивается членам совета директоров. При этом описываются все виды вознаграждения, выплаченного эмитентом членам совета директоров за три последних месяца, которые предшествовали принятию решения о выпуске ценных бумаг. Это и заработная плата, премии, комиссионные, а также иные имущественные предоставления.

Заработная плата и другие компенсационные выплаты членам правления

В соответствии с п.10 ст.65 в компетенцию совета директоров входит и установление размеров вознаграждений и компенсаций членам исполнительного органа, если это указано уставом акционерного общества.

С каждым членом правления должен быть заключен трудовой договор, в котором определяются его права и обязанности по отношению к АО. Договор от имени общества подписывается председателем совета директоров или уполномоченным им лицом. Общее собрание (или совет директоров - в зависимости от положений устава) может в любое время расторгнуть данный договор.

В Федеральном законе "Об акционерных обществах"(ФЗАО) не сказано о необходимости публичного раскрытия информации о размере вознаграждений и компенсаций членам исполнительного органа. Однако в Постановлении Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг №19 содержится требование к акционерному обществу-эмитенту указать в проспекте эмиссии ценных бумаг все виды вознаграждения, выплачиваемого членам совета директоров, членам единоличного и коллегиального исполнительного органа эмитента, другим руководящим лицам эмитента, а также членам совета директоров, членам исполнительного органа и другим руководящим лицам управляющего эмитента.

Повестка дня ежегодного общего собрания акционеров (ЕОСА): реорганизация общества

Решение о реорганизации принимается общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов присутствующих на собрании или судом в случаях, установленных законодательством. При этом вносятся соответствующие изменения в устав АО и государственный реестр.

Реорганизация влечет переход прав и обязанностей, принадлежащих данному АО, к его правопреемнику. *О формах реорганизации см. Раздел "Соответствие требованиям законодательства".*

В соответствии с законодательством общество считается реорганизованным с момента государственной регистрации вновь возникших юридических лиц, а при реорганизации в форме присоединения - с момента внесения в Государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного общества.

Годовой отчет

Совет директоров (наблюдательный совет) общества не позднее 30 дней до даты проведения годового общего собрания акционеров должен утвердить годовой отчет общества. Годовой отчет представляется общему собранию акционеров.

33

Достоверность данных, которые в нем содержатся, должна быть подтверждена ревизионной комиссией. АО в обязательном порядке представляет годовой отчет учредителям (согласно уставу) и налоговой инспекции, а также другим органам в соответствии с законодательством.

Ответственность за несвоевременное представление годового отчета в соответствующие органы несут исполнительные органы акционерного общества.

Отчет совета директоров

Совет директоров ежегодно отчитывается перед ОСА о своей деятельности. Решения ОСА являются обязательными для них. ОСА может потребовать от каждого члена совета директоров предоставление отчета о своей работе и любых документов, имеющих отношение к деятельности общества.

По идее решение собрания по отчету совета директоров должно быть опубликовано, чтобы акционеры (не присутствовавшие на собрании) могли знать об этом.

Основные акционеры

В теории права принято считать, что акционеры, которые владеют не менее 5 % общего количества голосов, считаются "основными акционерами".

В соответствии со "Стандартами эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии" (утв. Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 19 от 17 сентября 1996 г.) в проспекте эмиссии необходимо указать акционеров, владеющих не менее чем 5 % голосующих акций эмитента.

Необходимо указать в свою очередь в проспекте информацию об их акционерах (участниках), владеющих не менее чем 25% долей участия в уставном капитале или 25% от голосующих акций акционера (участника) эмитента. При чем необходимо дать полное фирменное наименование, место нахождения и почтовый адрес (или фамилию, имя, отчество) каждого из таких акционеров на момент принятия решения о выпуске ценных бумаг.

И, соответственно, в свою очередь акционерное общество должно в проспекте также отразить сведения о юридических лицах, в которых эмитент владеет более чем 5 % уставного капитала. В списке должны содержаться такие сведения как полное фирменное наименование юридического лица, место нахождения, почтовый адрес, доля эмитента в уставном капитале юридического лица, в том числе перечисление дочерних и зависимых обществ.

34

Аффилированные лица

Данный термин “аффилированные лица” (от англ. affiliate - “присоединять(ся)”, “соединять(ся)”, “связывать(ся)”) относительно новый для России и означает прием в члены, присоединение хозяйствующего субъекта.

Из анализа ФЗАО и ряда других актов (например, Указ Президента РФ от 07.10.92 №1186 “О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий”, “Положение об инвестиционных фондах”) можно отметить, что:

- 1) аффилированным лицом другого лица может быть признано как юридическое, так и физическое лицо;
- 2) юридическое лицо может быть аффилированным лицом другого юридического или физического лица, т.е. в данном случае находиться в зависимости от другого лица;
- 3) физическое лицо может быть аффилированным лицом только юридического лица; (физическое лицо занимает доминирующее положение по отношению к юридическому лицу, например, учредитель по отношению к акционерному обществу, состоящему из одного лица)
- 4) необходимым признаком аффилированного лица является наличие отношений зависимости между юридическим или физическим лицом и аффилированным лицом данного юридического или физического лица.

Аффилированным лицом АО может быть:

- преобладающее хозяйственное общество, по отношению к которому данное АО считается зависимым (ст.106 ГК);
- основное хоз.общество, по отношению к которому АО является дочерним (ст.105 ГК);
- акционер, имеющий право распоряжаться более чем 20% голосующих акций данного АО.

Акционерное общество должно вести учет аффилированных лиц и представлять отчетность по ним. А аффилированные лица должны в письменной форме сообщить АО о принадлежащих им акциях общества с указанием их количества и категорий не позднее 10 дней с даты приобретения (ст.93).

Финансовая отчетность

Порядок представления финансовой отчетности регулируется не только ФЗАО, ГК, но также рядом подзаконных актов и уставом самого АО. В соответствии с первыми двумя актами акционерное общество обязано представлять годовую финансовую отчетность своим органам управления, акционерам, а в ряде случаев - публиковать для всеобщего ознакомления.

Годовая финансовая отчетность должна быть представлена годовому общему собранию акционеров для утверждения (подп.4 п.1 ст.103 ГК; п.3 ст.88, подп.11 п.1 ст.48 ФЗАО).

До вынесения на собрание отчетность должна быть предварительно утверждена советом директоров общества. Что касается достоверности финансовой отчетности, то она должна быть подтверждена ревизионной комиссией.

Все открытые и закрытые АО, которые проводят публичное размещение своих ценных бумаг, должны публиковать годовую финансовую отчетность. До публикации такая отчетность должна быть подтверждена независимым аудитором (т.е. он не должен быть связан с обществом имущественными интересами) (п.1 ст.97, п.5 ст.103 ГК; п.3 ст.88, ст.92 ФЭАО).

Акционерам предоставляются для ознакомления:

- документы годовой финансовой отчетности;
- заключения ревизионной комиссии;
- заключение аудитора;
- заключения государственных и муниципальных органов финансового контроля, которые подтверждают достоверность таких документов.

Акционеры не могут требовать предоставления следующих документов:

- документы бухгалтерского учета;
- протоколы заседаний коллегиального исполнительного органа.

Для выполнения обязанности по раскрытию информации АО должно определить порядок выдачи данных документов, т.е. определить орган или лицо, ответственное за это. Необходимо также определить порядок предоставления ответов на запросы акционеров, внешних инвесторов, госорганов, а также режим предоставления членом органа управления АО или акционером информации о своей заинтересованности в сделке. Кроме того, было бы целесообразным назначить лицо в обществе, которое будет отвечать за заключение и отслеживание исполнения договоров со средствами массовой информации.

Бухгалтерские стандарты

Для всех АО (за исключением банков и страховых организаций) обязательны общие правила ведения бухгалтерского учета, установленные законодательством РФ для предприятий и организаций. Действует "Положение о бухгалтерском учете и отчетности в Российской Федерации", утвержденное в новой редакции приказом Минфина РФ № 170 от 26.12.94 года. Новая редакция обусловлена введением в действие части первой ГК. Существует также закон от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ "О бухгалтерском учете".

Инструкция о порядке ведения бухгалтерского учета в акционерных обществах и учета ценных бумаг, введенная Письмом Минфина РФ от 8.01.91 г. №11/04. Бухгалтерская отчетность является тем документом, в котором отражается имущественное и финансовое положение организации, результаты хозяйственной деятельности за отчетный период. Типовые

формы бухгалтерской отчетности и инструкции о порядке заполнения этих форм разрабатываются и утверждаются Минфином РФ.

Акционерное общество должно составлять в обязательном порядке бухгалтерскую отчетность, отражающую состав имущества и источники его формирования, включая имущество структурных подразделений, а также филиалов и представительств, выделенных на отдельный баланс и не являющихся юридическими лицами. При наличии у акционерного общества дочерних и зависимых обществ кроме собственного бухгалтерского отчета составляется сводная бухгалтерская отчетность, включающая и показатели этих обществ.

Годовая бухгалтерская отчетность в обязательном порядке предоставляется акционерным обществом учредителям в соответствии с уставом общества и государственной налоговой инспекции. Налоговое и иное законодательство может предусматривать предоставление бухгалтерской отчетности другим лицам.

Акционерные общества (за исключением банков и страховых компаний) должны руководствоваться Планом счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности предприятий и инструкцией по его применению, утвержденными приказом Минфина СССР от 01.11.91 г. №56 (в ред. от 28.12.94 г. № 173, от 28.07.95 г. №81).

В Положении по бухгалтерскому учету "Учетная политика предприятия" ПБУ 1/94 (утв. приказом Минфина РФ от 28.07.94 №100) установлены основы формирования и раскрытия учетной политики предприятия. При этом под учетной политикой понимается выбранная им совокупность способов ведения бухгалтерского учета. К способам ведения бухгалтерского учета относятся методы группировки и оценки фактов хозяйственной деятельности, погашения стоимости активов, приемы организации документооборота, инвентаризации, способы применения счетов бухгалтерского учета, системы учетных регистров, обработки информации и иные способы, методы и приемы.

Требования к листингу

В соответствии с Постановлением ФКЦБ от 19.12.96 № 23 "Временное положение о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг", организатор торговли должен принять, а затем утвердить в Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг следующие документы:

- правила организатора торговли;
- правила листинга и делистинга ценных бумаг;
- правила раскрытия информации;
- кодекс мер дисциплинарного воздействия на участников торговли при нарушениях ими правил организатора торговли, законодательства РФ о ценных бумагах и актов Федеральной комиссии;
- положения о дисциплинарной комиссии организатора торговли.

Для прохождения ценными бумагами листинга лицо, заинтересованное в этом и имеющее полномочия (заявитель), должно подать письменное заявление на имя организатора торговли и другие документы, установленные организатором торговли и необходимые для принятия решения о допуске ценных бумаг к обращению через данного организатора торговли.

Лицом, имеющим право подать заявление о прохождении ценных бумаг листинга и включения их в котировальный лист первого уровня, может быть только эмитент ценных бумаг. Что касается включения ценных бумаг в котировальный лист второго уровня, то лицом, имеющим на это право, является как эмитент, так и участник торговли.

Принятие организатором торговли правил листинга и делистинга ценных бумаг для включения их в котировальный лист первого уровня должно обеспечивать:

- принятие эмитентами ценных бумаг, участниками торговли и организаторами торговли конкретных обязательств по раскрытию информации:
 - о деятельности эмитентов ценных бумаг,
 - о ценных бумагах,
 - иных фактах и событиях, необходимых для принятия решений о заключении договоров купли-продажи ценных бумаг, а также определению конкретных условий данных договоров;
- создание равных возможностей для участников торговли и их клиентов при получении информации, которая должна раскрываться в соответствии с правилами листинга и делистинга ценных бумаг;
- своевременное исключение из списка ценных бумаг, прошедших листинг, ценных бумаг, не соответствующих установленным требованиям к ценным бумагам, включенным в листинг;
- необходимые меры, предотвращающие манипулирование ценами.

Правила листинга и делистинга ценных бумаг организатора торговли должны включать следующие *требования к эмитенту* ценных бумаг для включения в котировальный лист первого уровня:

- размер собственного капитала эмитента ценных бумаг должен составлять не менее 10 млн. ЭКЮ;
- срок существования эмитента ценных бумаг должен быть не менее 3 лет;
- соблюдение эмитентом обязанности раскрывать информацию о своих ценных бумагах в соответствии с законом "О рынке ценных бумаг" и информацию об АО в соответствии с законом "Об акционерных обществах".

Требования к ценным бумагам эмитента для включения в котировальный лист первого уровня следующие:

- ценные бумаги должны быть выпущены и зарегистрированы в соответствии с требованиями законодательства РФ;
- отчет об итогах выпуска ценных бумаг должен быть зарегистрирован соответствующим образом;
- ценные бумаги должны быть свободно обращаемыми;

- количество акционеров или участников общества должно быть не менее 1000;
- и другие условия.

Для включения ценных бумаг в котировальный лист первого уровня эмитенты должны принять перед организатором торговли требования по раскрытию информации в порядке и объеме, установленном организатором торговли.

Аналогичные требования имеются и для включения ценных бумаг в котировальный лист второго уровня.

Депозитарные расписки (АДР, ГДР)¹

Депозитарная расписка - это сертификат, который обычно может быть продан или куплен и который представляет собой акции или облигации акционерного общества. Депозитарные расписки создаются, когда брокер приобретает акции компании или АО на внутреннем рынке (например, в России) и затем передает их на хранения в особый банк (отделение депозитарного банка), который отвечает за управление чужими капиталами. Этот банк-хранитель затем дает инструкции депозитарному банку в США или другой стране по эмиссии депозитарных расписок.²

С правовой, операционной, технической и административной точки зрения американские депозитарные расписки означают то же самое, что и глобальные депозитарные расписки. Единственное различие состоит в том, что термин "глобальные" используется, когда речь идет о депозитарных расписках за пределами США.

Большинство неамериканских АО, начиная свою деятельность на американском рынке, используют АДР вместо обычных акций. Использование АДР позволяет брокеру, торгующему акциями, и инвестору избежать правовых, технических и административных трудностей, которые возникают при инвестировании в неамериканские акции.

Цены на АДР выражены в долларах США; дивиденды также выплачиваются в долларах США, хотя цена АДР и величина выплат по дивидендам основываются на продажной цене акции и величине дивидендов АО на внутреннем рынке страны АО.

У акционерного общества имеется возможность выбора четырех типов депозитарных расписок: неспонсированные и три уровня спонсированных. Неспонсированные депозитарные расписки выпускаются одним или несколькими депозитариями на внутреннем рынке без формального соглашения. В настоящее время практически все акционерные общества отказались от такой практики из-за отсутствия контроля.

¹ См. две статьи о выпуске российскими АО АДР и ГДР в Приложении 8.

² Эти данные взяты из публикации "Глобальное предложение депозитарных расписок. Пособие по заключению сделок", изданной Банком Нью-Йорка (Bank of New York).

Спонсированные депозитарные расписки, наоборот, подразумевают определенную степень контроля и гибкости, поскольку могут быть зарегистрированными на национальной фондовой бирже США, а, следовательно, предоставляют возможность увеличить капитал.

Далее будут рассмотрены требования к раскрытию информации для различных уровней депозитарных расписок:

Депозитарные расписки 144А - выпускаемые в соответствии с Правилom 12g3-2(b) Закона о биржах США от 1934 года

Акционерное общество (выступающее в роли эмитента акций), попадающее под правило 12g3-2(b), не должно менять процедуру своей отчетности. Для того, чтобы попасть под действие этого правила эмитент должен предоставлять Комиссии по ценным бумагам и биржам США на постоянной основе информацию, которая является важной для инвестора, и которую:

- а) эмитент публикует в своей стране;
- б) эмитент регистрирует на фондовой бирже, на которой продаются его ценные бумаги - такая информация становится публичной;
- в) эмитент предоставляет держателям ценных бумаг.

Акционерные общества могут получить новый капитал за счет эмиссии новых акций для депозитарных расписок этого типа, но эти депозитарные расписки не могут свободно продаваться в США. Вместо этого, такие расписки будут продаваться американским институциональным инвесторам, но не через биржу, а по частным предложениям.

В конце трехлетнего периода депозитарные расписки, выпущенные по Правилу 144, могут быть конвертированы в депозитарные расписки I уровня и продаваться в США без регистрации в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам.

Правило S

Требования к раскрытию информации не распространяются на такие депозитарные расписки, т.к. они продаются за пределами США.

Акционерные общества могут привлечь новый капитал за счет эмиссии новых акций для этого типа депозитарных расписок, но такие расписки опять же не будут свободно продаваться в США.

В конце установленного 40-дневного ограничительного периода депозитарные расписки, выпущенные по Правилу S, могут публично продаваться в США без регистрации в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам вместе с депозитарными расписками I уровня.

Спонсированные депозитарные расписки I уровня В соответствии с правилом 12g3-2(b).

На эти депозитарные расписки распространяются те же правила раскрытия информации, как и на депозитарные расписки, выпущенные по Правилу 144. Но эти АДР представляют только акции, уже выпущенные эмитентом. Поэтому, АДР I уровня не могут привлечь новый капитал для компании.

В отличие от расписок 144А эти депозитарные расписки свободно обращаются. Поскольку они предлагаются к продаже, эмитент должен выполнять все требования Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам, касающиеся регистрации и хранения ценных бумаг.

Спонсированные депозитарные расписки II уровня

Эмитент, спонсирующий выпуск депозитарных расписок II уровня, должен соблюдать все требования Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США к раскрытию информации, а также должен следовать общепринятым принципам бухгалтерского учета США (ГААП). Эмитент должен зарегистрировать депозитарные расписки в Комиссии в соответствии с законом о биржах США, заполнив особую форму 20-F. Основные требования этой регистрационной формы заключаются в следующем:

- детальное описание вида деятельности, включая основные проекты или разработки за последние пять лет, а также описание основного вида продукции, рынков сбыта и методов реализации, распределения прибыли за последние три года по видам деятельности и по географическим рынкам, и т.д.;
- описание производственных мощностей, помещений и запасов материалов (если это применимо к данному АО);
- выборка финансовых данных по каждому из последних пяти лет;
- финансовые отчеты, заверенные аудитором, за последние три года (оформленные в ГААП США или приведенные к этим стандартам);
- решения правления по финансовому состоянию компании, изменения в финансовом состоянии и результаты деятельности за последние три года;
- информация, касающаяся управления компанией (например, информация об осуществлении контроля за деятельностью дочерней компании со стороны основной компании; акционеры, владеющие 10 или более процентами капитала эмитента; интересы правления, акционеров, имеющих контрольный пакет акций или других связанных с ними лиц в сделках, касающихся материального положения дочерней компании; данные о имеющих место слушаниях в суде и т.д.);
- копии контрактов (информация по отдельным разделам, имеющим стратегическое значение может не предоставляться);
- описание ценных бумаг, подлежащих регистрации.

Эмитент должен выполнять все требования Нью-йоркской фондовой биржи или Американской фондовой биржи, или же Котировальной системы национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам /NASDAQ/ по выбору.

Депозитарные расписки II уровня не могут выпускаться с целью привлечения нового капитала. Поэтому этот тип депозитарных расписок не

является особо привлекательным для российских АО, т.к. требования к раскрытию информации очень высоки, а получить новый капитал с помощью таких расписок невозможно.

До настоящего момента ни одно российское акционерное общество не выпустило депозитарные расписки II уровня.

Спонсированные депозитарные расписки III уровня

Эмитент, спонсирующий выпуск депозитарных расписок III уровня должен соблюдать все требования Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США к раскрытию информации, а также должен следовать общепринятым принципам бухгалтерского учета США (ГААП). Эмитент должен зарегистрировать депозитарные расписки в Комиссии в соответствии с законом о биржах США, заполнив особую форму 20-F. Основные требования этой регистрационной формы - следующие:

- детальное описание вида деятельности, включая основные проекты или разработки за последние пять лет, а также описание основного вида продукции, рынков сбыта и методов реализации, распределения прибыли за последние три года по видам деятельности и по географическим рынкам, и т.д.;
- описание производственных мощностей, помещений и запасов материалов (если это применимо для данного АО);
- выборка финансовых данных по каждому из последних пяти лет;
- финансовые отчеты, заверенные аудитором, за последние три года (оформленные в ГААП США или приведенные к этим стандартам);
- решения правления по финансовому состоянию компании, изменения в финансовом состоянии и результаты деятельности за последние три года;
- информация, касающаяся управления компанией (например, информация об осуществлении контроля за деятельностью дочерней компании со стороны основной компании; акционеры, владеющие 10 или более % капитала эмитента; интересы правления, акционеров, имеющих контрольный пакет акций или других связанных с ними лиц в сделках, касающихся материального положения дочерней компании; данные о имеющих место слушаниях в суде и т.д.);
- копии контрактов (информация по отдельным разделам, имеющим стратегическое значение может не предоставляться);
- описание ценных бумаг, подлежащих регистрации.

Эмитент должен выполнять все требования Нью-йоркской фондовой биржи или Американской фондовой биржи, или же Котировальной системы национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам /NASDAQ/ по выбору.

Депозитарные расписки III уровня могут использоваться для привлечения нового капитала. Это их основное отличие от депозитарных расписок II уровня.

Российские акционерные общества, выпустившие АДР и ГДР

В октябре 1995 года АО Мосэнерго стало первым российским акционерным обществом, которое вышло на международный рынок капиталов, представив институциональным инвесторам депозитарные расписки 144А и Правила S на сумму 22 миллиона долларов. Процедура заключалась в следующем: Мосэнерго выбрало Бэнк оф Нью Йорк в качестве своего депозитария. Далее Бэнк оф Нью Йорк заключил кастодиальный договор (соглашение о хранении ценных бумаг) с одним из банков в Москве. После того, как акции Мосэнерго были получены этим московским банком, Бэнк оф Нью Йорк выпустил американские депозитарные расписки, которые затем продал институциональным инвесторам. Каждая АДР представляла собой 30 акций Мосэнерго.

Помимо Мосэнерго, к февралю 1997 года следующие российские акционерные общества выпустили АДР уровня 144 А или правила S:

Компания	Тип программы АДР	Дата выпуска
Лукойл	144А	март 1996
Татнефть	144А или правило S	май 1996
Газпром	144А или правило S	октябрь 1996

Американские депозитарные расписки I уровня

Хранение ценных бумаг стало, наверное, самым сложным вопросом, который задержал процесс одобрения Комиссией по ценным бумагам выпуска первых российских АДР (Лукойл, в декабре 1995). Это было связано с проблемами регистрации акций в России. Эти проблемы относятся как к управлению АО (а именно, к отношениям между правлением АО и регистратором акций), так и к процедурам раскрытия информации (доступ акционеров к реестру акций).

По данным на февраль 1997 года следующие российские АО выпустили АДР I уровня: Лукойл (декабрь 1995), Северский трубный завод (февраль 1996), Черногорнефть (март 1996), ГУМ (июнь 1996), Татнефть (июнь 1996), Иркутсэнерго (январь 1997) и Сургутнефтегаз (январь 1997).

В январе 1997 г. Инкомбанк стал первым российским банком, выпустившим АДР I уровня. Банк МЕНАТЕП и банк "Возрождение" получили одобрение Комиссии по рынку ценных бумаг, но ещё не начали выпуск АДР.

Американские депозитарные расписки II уровня

На настоящий момент ни одно российское акционерное общество не выпустило АДР II уровня.

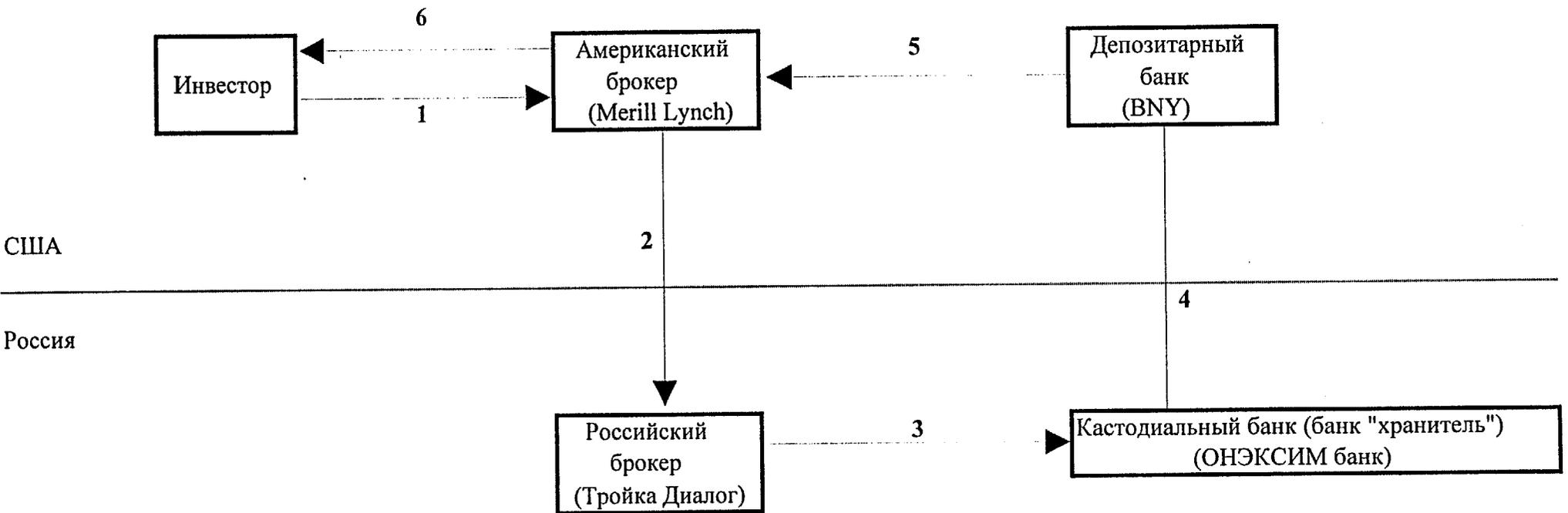
Американские депозитарные расписки III уровня

В октябре 1996 года АО "Вымпелком" выпустило АDR III уровня (см. Приложение 8, статью "Вымпелком - дебют России на Нью-йоркской фондовой бирже", *The Moscow Times*, 6 ноября 1996).

ГДР

Многие из вышеперечисленных АDR российских акционерных обществ также продаются на европейских фондовых биржах (в Лондоне, Люксембурге, Берлине). Там они называются глобальными депозитарными расписками (ГДР). Это дает возможность доступа широкому кругу инвесторов к данным распискам, повышая таким образом их ликвидность.

СХЕМА ВЫПУСКА АДР

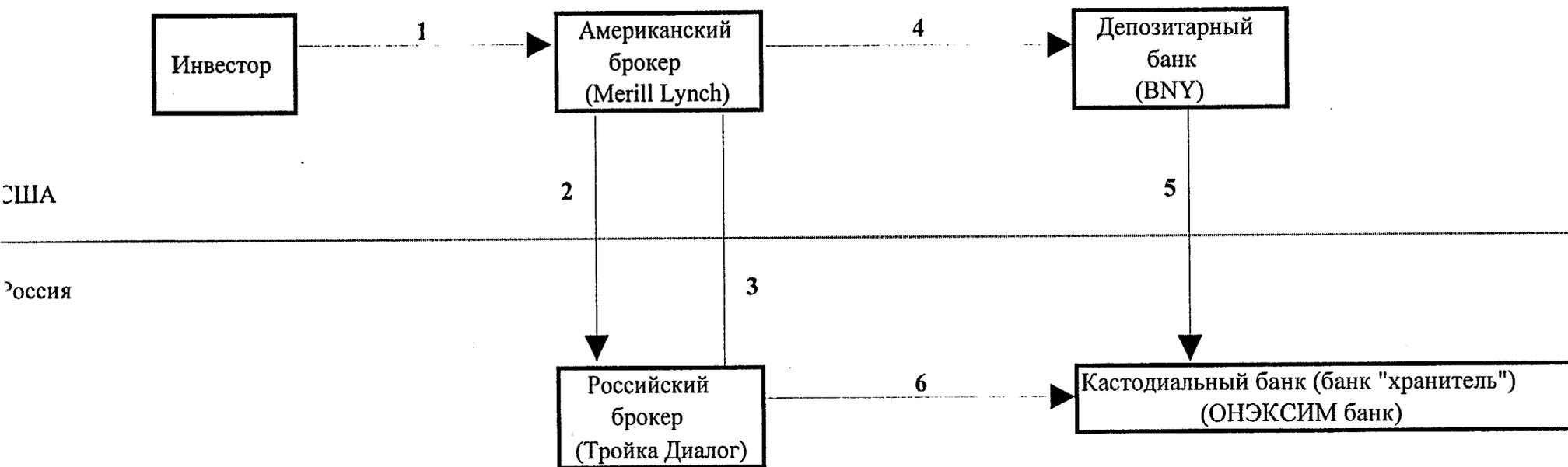


1. Американский инвестор дает поручение своему брокеру на покупку АДР.
2. Американский брокер дает поручение местному российскому брокеру купить соответствующие акции на российском рынке и задепонировать их на счету американского депозитарного банка в российском кастодиальном банке
3. Российский брокер выполняет поручение.
4. Российский кастодиальный банк перерегистрирует купленные местным брокером акции на депозитарный банк как на номинального держателя, зачисляет акции на счет депозитарного банка и информирует об этом американский депозитарный банк.
5. Депозитарный банк выпускает АДР и переводит АДР на счет американского брокера в ДТС
6. Брокер зачисляет АДР на счет инвестора в своем внутрифирменном учете.

**Подготовлено компанией Артур Андерсен LLP в качестве учебного материала*

45

СХЕМА ПОГАШЕНИЯ АДР



1. Американский инвестор-владелец АДР дает поручение своему брокеру на погашение АДР.
2. Американский брокер дает поручение местному российскому брокеру продать соответствующие акции, которые находятся на хранении в местном кастодиальном банке на счете американского депозитарного банка
3. Российский брокер совершает сделку и извещает американского брокера о продаже акций.
4. Американский брокер извещает депозитарный банк о продаже задепонированных в кастодиальном банке акций и дает поручение на погашение АДР. Если АДР выпущены в бумажной форме, то брокер предъявляет к погашению сертификаты АДР.
5. Депозитарный банк погашает АДР и дает распоряжение кастодиальному банку раздепонировать акции и осуществить их перерегистрацию на имя нового владельца.
5. Местный брокер через кастодиальный банк осуществляет перерегистрацию акций на нового владельца.

**Подготовлено компанией Артур Андерсен LLP в качестве учебного материала*

46

ПРЕДОСТАВЛЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ

ЕЖЕГОДНО:

Перечень документов В каких случаях Кому Когда

годовой отчет АО	окончание финансового года	публикация в СМИ; предоста- вить в нал. органы, акционерам, органы ста- тистики, ФКЦБ	ежегодно
бухгалтерский баланс	окончание финансового года	публикация в СМИ, налоговые органы, акционерам, территори- альные органы статистики	ежегодно не позднее 1 июня
счет прибылей и убытков	окончание финансового года	публикация в СМИ в налоговые органы, акционерам, территори- альные органы статистики	ежегодно не позднее 1 июня
проспект эмиссии ценных бумаг акционерного общества, включающий: ■ данные о самом эмитенте, ■ данные о его финансовом положении, ■ информацию о предстоящем выпуске	эмиссия ценных бумаг	публикация в СМИ, в случае публичной эмиссии - в период. печ. издании тиражом не < 50 тыс. экз.	ежегодно

ЕЖЕГОДНО:

Перечень документов В каких случаях Кому Когда

списки аффилированных лиц общества с указанием количества и категории (типов) принадлежащих им акций	если есть аффилированные лица	публикация в СМИ	ежегодно
соотношение стоимости чистых активов и размера уставного капитала	окончание финансового года	публикация в СМИ	ежегодно
количество акционеров	окончание финансового года	публикация в СМИ	ежегодно
информация о специализированном регистраторе (по каждому виду ц.б.), включающая: <ul style="list-style-type: none"> ■ наименование; ■ организационно-правовую форму; ■ местонахождение; ■ почтовый адрес; ■ конт. телефон.; ■ номер лицензии ФКЦБ 	окончание финансового года	публикация в СМИ	ежегодно
форма №1-т "Сведения о численности и заработной плате работников за год"	предоставляются юридическими лицами, их обособленными подразделениями независимо от формы собственности, осуществляющими деятельность в отраслях экономики	органы государственной статистики	ежегодно
форма №1-т "О состоянии условий труда, льготах и компенсациях за работу в неблагоприятных условиях труда"	предоставляется предприятиями и организациями промышленности, строительства, транспорта и связи независимо от организационно-правовой формы и формы собственности	органы государственной статистики	ежегодно с отчета за 1996 г

ЕЖЕГОДНО:**Перечень документов В каких случаях Кому Когда**

форма 12-ф "Сведения об использовании денежных средств"	юридические лица независимо от формы собственности, осуществляющие деятельность во всех отраслях экономики	органы государственной статистики	ежегодно
форма 5-3 "Сведения о затратах на производство и реализацию продукции (работ, услуг)"	предоставляются юридическими лицами, их обособленными подразделениями независимо от формы собственности, осуществляющими деятельность в отраслях экономики	органы государственной статистики	ежегодно
форма №11 "Государственное статистическое наблюдение за наличием и движением основных фондов (средств)"	предоставляется юридическими лицами, их обособленными подразделениями независимо от формы собственности, осуществляющими деятельность в отраслях экономики	органы государственной статистики	ежегодно

49

ЕЖЕКВАРТАЛЬНО:**Перечень документов****В каких случаях****Кому****Когда**

квартальная бухгалтерская отчетность АО	окончание квартала	в налоговые органы, акционерам	в течении 30 дней по окончании квартала
сведения о: ■ расчетных (текущих) счетах, а также ссудных, депозитных и других счетах в банках и иных кредитных учреждениях, действующих на территории РФ; ■ счетах в иностранной валюте в банках и иных кредитных учреждениях, действующих на территории РФ и за рубежом	окончание квартала	в налоговый орган	до 20-го числа, следующего за отчетным периодом
акционерное общество предоставляет: ■ баланс, ■ счет прибылей и убытков	акционерные общества открытого типа, осуществившие или осуществляющие публичное размещение своих акций	публикация в общедоступной печати, ФКЦБ	ежекв.
отчет по ценным бумагам	выпущены ценные бумаги	ФКЦБ	ежекв.
форма №1-г "Сведения о численности, заработной плате и движении работников"	предоставляются юридическими лицами, их обособленными подразделениями независимо от формы собственности, осуществляющими деятельность в отраслях экономики	органы государственной статистики	ежекв.
форма 5-3 "Сведения о затратах на производство и реализацию продукции (работ, услуг)"	предоставляется предприятиями, объединениями и организациями промышленности, строительства, транспорта, связи и материально-технического снабжения независимо от подчиненности и формы собственности	органы государственной статистики	ежекв.

ЕЖЕМЕСЯЧНО:**Перечень документов****В каких случаях****Кому****Когда**

форма №1-т "Сведения о численности и заработной плате работников"	предоставляются юридическими лицами, их обособленными подразделениями независимо от формы собственности, осуществляющими деятельность в отраслях экономики	органы государственной статистики	ежемес.
форма 1-ф "Сведения о состоянии расчетов на предприятии (организации)"	юридические лица независимо от формы собственности, осуществляющие деятельность в промышленности, строительстве, транспорте и сельском хозяйстве	органы государственной статистики	ежемес.

AD HOC (ВРЕМЯ ОТ ВРЕМЕНИ):

Перечень документов В каких случаях Кому Когда

Сообщения о существенных событиях	публично размещаются ценные бумаги	ФКЦБ публикация в СМИ	не поздн. 5 дней
информация о решении с указанием даты и наименования органа, принявшего это решение	принятие решения акционерным обществом разместить облигации и иные ценные бумаги	публикация в "Приложении к Вестнику ФКЦБ"	в течении 5 дней
раскрываемая информация включает: -наименования эмитента; -вид и форму размещаемых ц.б.; сроки и условия размещения; -дату и номер гос. регистрации; -место(а) и порядок ознакомления с проспектом эмиссии	государственная регистрация облигаций и иных ценных бумаг акционерного общества	публикация в "Приложении к Вестнику ФКЦБ"	в течение 5 дней со дня регистрации
раскрываемая информация включает: - наименование эмитента; -наименование органа, утвердившего итоги размещения и дату утверждения; -вид и форму размещенных ценных бумаг; -количество размещенных ц.б.	АО утвердило итоги размещения облигаций и иных ценных бумаг	публикация в "Приложении к Вестнику ФКЦБ"	в течение 1 месяца
раскрываемая информация включает: ■ информацию об АО, которое приобрело > 20% др. общества, ■ информацию об обществе, голосующие акции которого приобретены, ■ результат предварительного согласования с антимонопольным органом на такое приобретение	АО приобрело > 20% голосующих акций др. акционерного общ-ва (за исключением приобретения акций при учреждении АО)	публикация в СМИ	в течение 1 месяца

52

Перечень документов В каких случаях Кому Когда

<p>раскрываемая информация включает:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ информацию о самом АО; ■ информацию об обществе, голосующие акции которого приобретены, ■ результат предварительного согласования с антимонопольным органом на такое приобретение 	<p>АО увеличило долю владения голосующими акциями другого общества до уровня, кратного 5, свыше 20 %</p>	<p>публикация в СМИ</p>	<p>в течение 1 месяца</p>
<p>заключение аудитора</p>	<p>проведение независимого аудита</p>	<p>акционерам, всем заинтересованным лицам</p>	<p>в любое время</p>
<p>заключение ревизионной комиссии</p>	<p>проведение ревизионной проверки</p>	<p>акционерам, всем заинтересованным лицам</p>	<p>в любое время</p>
<p>заключения государственных и муниципальных органов финансового контроля</p>	<p>заключения государственных и муниципальных органов финансового контроля, которые подтверждают достоверность финансовых документов АО</p>	<p>акционерам</p>	<p>в любое время</p>
<ul style="list-style-type: none"> ■ заявление об открытии счета, ■ документ о государственной регистрации, ■ нотариально заверенную копию устава, ■ карточку с образцами подписей и оттиском печати 	<p>при открытии расчетного счета</p>	<p>банку</p>	<p>каждый раз</p>
<p>копия устава, бухгалтерский баланс, счет прибылей и убытков и другие документы</p>	<p>при подготовке документов для получения кредита из банка</p>	<p>банку</p>	<p>каждый раз при получении кредита</p>

53

AD HOC (ВРЕМЯ ОТ ВРЕМЕНИ):**Перечень документов В каких случаях Кому Когда**

различные документы АО	по требованию различных государственных органов (например, налоговой полиции)	государственным органам	время от времени
документы АО: ■ Устав АО (изменения и дополнения к нему); ■ документы, свидетельствующие о праве АО на имущество, находящееся на его балансе; ■ положение о филиале или представительстве АО; ■ годовой финансовый отчет, а также различные документы финансовой отчетности, представляемые в соответствующие органы; ■ проспект эмиссии акций; ■ протоколы ОСА, заседаний совета директоров (наблюдательного совета), ревизионной комиссии (ревизора); ■ заключения ревизионной комиссии, аудитора; ■ список аффилированных лиц АО с указанием количества и категории (типа) принадлежащих им акций; а также иные документы, которые предусмотрены в законодательством РФ и внутренними документами АО	акционеры желают ознакомиться	акционерам	время от времени
информация о решении общего собрания акционеров (ОСА) об увеличении уставного капитала и выпуске дополнительных акций в связи с переоценкой основных фондов	открытое АО с числом акционеров свыше 1 тысячи	публикация в печатном органе тиражом не менее 10 тысяч экз.	не позднее 15 дней с даты проведения ОСА

54

AD HOC (ВРЕМЯ ОТ ВРЕМЕНИ):

Перечень документов В каких случаях Кому Когда

<p>АО: - предоставляет информацию, которая важна для инвестора и которую оно: ■ публикует в своей стране, регистрирует на фондовой бирже, где его ценные бумаги продаются (данная информация становится публичной), предоставляет владельцам (держателям) ценных бумаг; ■ заполняет форму F-6</p>	<p>АО выпустило американские депозитарные расписки (ADR) I уровня</p>	<p>Комиссии США по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC)</p>	<p>по требованию SEC периодически</p>
<p>эмитент депозитарных расписок II уровня должен заполнить форму 20-F, которая состоит из: ■ детального описания вида деятельности; ■ описания производственных мощностей; ■ выборки финансовых данных по одному из пяти лет; ■ финансовые отчеты, заверенные аудитом, за последние 3 года; ■ информация об управлении АО; ■ и т.д. (см. более подробно в разделе об американских депозитарных расписках в главе о "Раскрытии информации") ■ заполнить форму F-6; ■ заполнить форму 6-K</p>	<p>АО желает выпустить американские депозитарные расписки (ADR) II уровня</p>	<p>Комиссии США по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC)</p>	<p>по требованию SEC периодически</p>
<p>АО заполняет формы: ■ F-1; ■ F-6; ■ 20-F; ■ 6-K</p>	<p>АО собирается выпустить американские депозитарные расписки (ADR) III уровня</p>	<p>Комиссии США по ценным бумагам и фондовым биржам (SEC)</p>	<p>по требованию SEC периодически</p>

55

**“Уралсвязьинформ”
Программа повышения ликвидности¹**

- Кто?** Руководители, которые хотят повысить цену акции и привлечь инвесторов, пытаются привлечь дополнительный капитал за счет новых эмиссий акций
- Что?** Программа повышения ликвидности
- Когда?** Сейчас и на постоянной основе
- Где?** Внутри АО, в России и на основных рынках капитала за рубежом
- Зачем?** Чтобы помочь компаниям среднего размера привлечь новый капитал в России и на международных рынках капитала
- Как?**
- Подготовить соответствующую документацию, содержащую информацию о компании
 - Обеспечить более легкий доступ к акциям компании
 - Предоставлять инвесторам информацию о компании

¹ Ликвидность на рынке капиталов определяется как возможность покупки и продажи акций в значительных объемах без существенного колебания цены. См. Приложение 1 “Некоторые термины рынка капитала.” Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

09

“Уралсвязьинформ” в апреле 1996
Хорошая, но мало известная компания среднего размера

Преуспевающая компания

Валовый доход: \$80.000.000 (1995)

Прибыль: \$16.000.000

Объем роста: 30%-40% в год

Динамичное руководство

Активная инвестиционная политика

Хорошее финансовое положение.

Но мало известная

Акции не продавались на внебиржевом рынке России

Редко появляется на внутреннем рынке акций.

=> Торговля акциями затруднена из-за их отсутствия

=> Цена акции находится на низком уровне и составляет 15 рублей.

57

“Уралсвязьинформ” в декабре 1996 Успех на российском рынке ценных бумаг

- Сильный интерес к компании, проявляемый российскими и зарубежными инвесторами
- Цена акции возросла с 15 до 180 рублей
- Рыночная капитализация выросла с \$30.000.000 до \$250.000.000
- Акции котируются крупнейшими брокерскими фирмами России и рекомендованы в качестве перспективного капиталовложения
- Акции продавались в Лондоне
- В 1997 планируется выпуск АДР
- Ликвидность повысилась

Количество акций остается ограниченным. Исследователи рынка полагают, что цена акций приближается к тому пределу, когда акционеры начнут их продавать в большом количестве. Некоторые специалисты считают, что катализатором явится планируемый на начало 1997 года выпуск АДР I уровня.

=> увеличение капитала стало в настоящий момент возможным в силу более благоприятных условий: Уралсвязьинформ планирует привлечь от 10 до 20 миллионов долларов.

58

“Уралсвязьинформ”
Пилотный проект - начался в апреле 1996
Программа повышения ликвидности

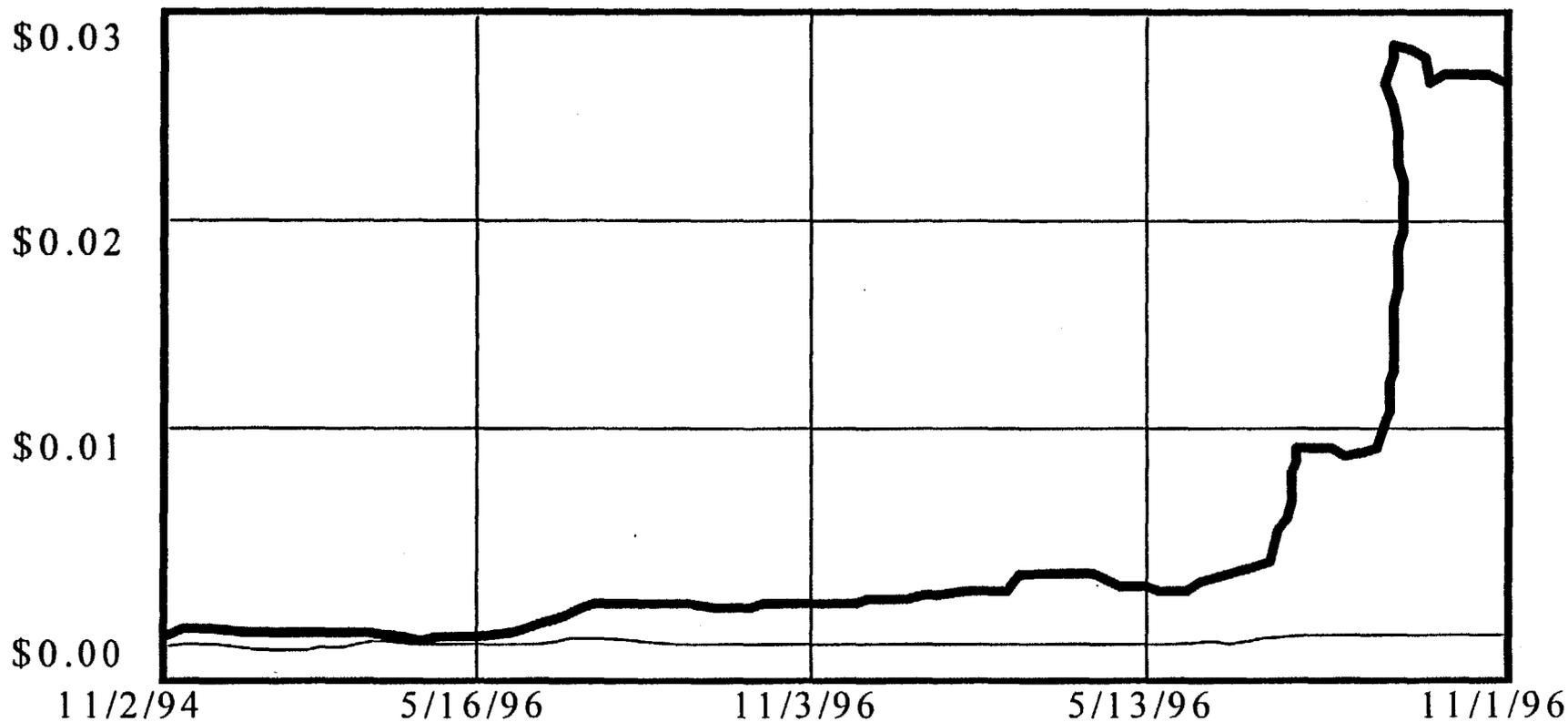
Цена акции	Апрель 1996 15 рублей	15 декабря 1996 180 рублей
Рыночная капитализация	\$30.000.000	\$250.000.000

В начале 1996 года акции компании практически не продавались: они еще не продавались на внебиржевом рынке России и редко появлялись на региональном. Торговля акциями была осложнена недостатком акций. Поскольку цена акций (как видно из цены, предлагаемой покупателем) была достаточно низкой, держатели не продавали свои акции.

Впереди ещё много работы!

Ликвидность не может повышаться из-за отсутствия притока акций. Но, несмотря на это, имеется определенный прогресс: акции котируются крупными брокерскими фирмами, и специалисты рекомендуют рассматривать инвестирование в них как возможность, которая будет реализована в будущем. Наблюдатели считают, что 15 декабря цена на акции приблизилась к тому уровню, при котором держатели начнут более активно продавать свои акции. Некоторые специалисты говорят о том, что катализатором повышения цены послужил планируемый на начало 1997 года выпуск АДР первого уровня.

*Сравнительный график движения цены акций
"Уралсвязьинформа" и индекса телекоммуникационной
промышленности (\$США)*



09
** График подготовлен по материалам "Скейт Пресс"

“Уралсвязьинформ”
Основные финансовые показатели

	1994	1995	9 месяцев 1996
Доход (млн. рублей)			
Валовая прибыль	142.507	361.839	427.981
Чистый доход	25.300	71.791	85.465
Коэффициент прибыльности	17,75%	19,89%	19,97%
Показатели балансового отчета (млн. Рублей)			
Текущие активы	55.302	108.441	149.298
Дебиторская задолженность	36.599	73.278	92.200
Долгосрочные активы	402.173	501.834	1.157.178
Итого активов	457.475	610.275	1.306.476
Краткосрочные обязательства	47.690	146.429	181.745
Кредиторская задолженность	17.835	64.233	99.370
Долгосрочные обязательства	4.551	33.294	49.257
Итого обязательств	52.241	179.723	231.002
Акционерный капитал	405.234	430.552	1.073.467
Текущие активы/краткосрочные обязательства	1,16	0,74	0,82
Итого обязательств/Акционерный капитал	0,13	0,42	0,22
Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию (P/E)	продаж не было	2,34	11,82

Источник: “Скейт Пресс”

61

Кто?

Руководители, которые хотят повысить цену акции и привлечь инвесторов, пытаясь привлечь дополнительный капитал за счет новых эмиссий акций.

Критерии?

Программа повышения ликвидности - эта программа сможет помочь компаниям, акции которых практически непродавались, представить инвесторам информацию о себе, и в результате продавать больше акций по более высокой цене - лучше всего эта программа применяется компаниями, которые отвечают определенным требованиям, а именно:

- Динамичное и профессиональное руководство, готовое выполнять все требования к раскрытию информации и предоставлять необходимую информацию внешним акционерам;
- Хорошее финансовое состояние и благоприятные прогнозы;
- Соответствующий размер.

Даже если Ваша компания не соответствует критерию размера Программы повышения ликвидности, Вы сможете сделать полезный вывод из ситуации "Уралсвязьинформ", а именно: раскрытие информации всегда будет оплачено инвесторами.

Раскрытие информации и отношение к инвесторам

Компания, которая стремится улучшить свою деятельность и повысить цены на свои акции, должна быть готова к тому, что ей придется раскрывать большой объем информации, включая сведения, которые в России обычно считаются "коммерческой тайной." Предоставляемая информация должна содержать следующие данные:

- Детальное описание деятельности;
- Инвестиционный план;
- Бизнес - план;
- Описание существующего и планируемого технического оборудования;
- Политика ценообразования;
- Финансовые отчеты, включая квартальные балансовые отчеты и, по возможности, отчеты, оформленные в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета.

В более общем смысле, руководители должны предоставлять необходимую информацию внешним инвесторам и обеспечивать соблюдение их прав.

Финансовое состояние и перспективы

Перспективы связаны с привлекательностью как самой компании, так и сферы её деятельности:

- Прибыльность и стабильное финансовое состояние являются главными индикаторами успешной деятельности компании;
- Компания является более привлекательной для инвесторов, если она занимает выигрышное положение на рынке по сравнению с конкурентами или же показывает превосходные результаты деятельности;
- Высокие темпы роста также являются преимуществом, но только если они не вызывают нестабильность финансового положения компании;

Определенные отрасли промышленности, такие как телекоммуникации и энергетика, всегда были и остаются привлекательны для инвесторов.

Соответствующий размер

Программа повышения ликвидности наиболее подходит для компаний, годовой объем продаж которых составляет \$100,000,000 или более при нижней границе не менее \$30,000,000, но при условии, что компания отвечает одному или более из следующих требований:

- Очень высокий уровень роста (40% в год или более);
- Высокая прибыльность (отношение чистой прибыли к доходу более 20%);
- Привлекательная сфера деятельности (например, телекоммуникации или пищевая промышленность);
- Уникальное "стратегическое" положение (квазимонополия на определенное оборудование в отрасли промышленности, развивающейся быстрыми темпами).

63

Что?

Программа повышения ликвидности (ППЛ)

- ППЛ** Программа повышения ликвидности была предложена компанией "Арес Ассошиэйтс" на рассмотрение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг; эта программа финансируется ТАСИС через Европейский Союз. В первую очередь программа повышения ликвидности является программой по раскрытию информации, разработанной в целях повышения цены на акцию за счет предоставления рынку соответствующих данных, способствуя, таким образом, появлению у участников рынка определенной уверенности, которая в конечном итоге приведет к повышению спроса и соответственно цены. Акция, цена на которую постоянно повышается, представляет собой хороший инструмент привлечения нового капитала. Инвесторы будут приветствовать эмиссию новых акций, и компании придется продавать меньшую часть своих фондов для привлечения определенного объема нового капитала.
- Ликвидность** Ликвидность на рынках капитала определяется как способность акции "поглощать большие объемы продаж и покупок", при условии, что цена на неё существенно не меняется. Она является результатом высокого спроса инвесторов и большого объема продаж, который ведет к уменьшению разницы между ценой, предлагаемой покупателем и ценой, запрашиваемой продавцом (и таким образом, стимулирует дальнейшую продажу).
- Ликвидность /
установление цены** Ликвидность является результатом повышения спроса, который повышает цену, предлагаемую покупателем и способствует появлению большего количества акций на продажу. Этот процесс поддерживает сам себя, поскольку инвесторов привлекают акции, т. к. они ликвидны (а это снижает риск инвесторов понести убытки из-за изменчивости спроса).
- Повышение спроса=>
Более высокие цены покупателя=>
Большой интерес продавца=>
Уменьшенная разница между предлагаемыми и запрашиваемыми ценами=>
Потенциальная возможность большего количества сделок=>
Увеличение объема продаж=>
Повышение ликвидности=>
Повышение спроса.

69

Как?

ППЛ - Шаг 1: Подготовка документации о компании

Документ	Цель	Исполнитель	Сроки	Стоимость
<p>Информационный меморандум на английском и русском языках, представляющий:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ компанию ■ её деятельность ■ оборудование ■ инвестиционный и бизнес планы ■ стратегию компании ■ руководство компании 	<p>Базовый документ, необходимый каждому институциональному инвестору</p>	<p>Независимый финансовый консультант. Но документ должен быть подготовлен на основе документов компании, согласован с ней, проверен и подписан компанией</p>	<p>1-2 месяца</p>	<p>10-25 тыс. долларов</p>
<p>Информационный бюллетень ежеквартальный бюллетень на английском и русском языках, рассылаемый существующим и потенциальным инвесторам, содержащий:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ последнюю информацию о компании ■ обновленные финансовые данные ■ данные о предстоящих событиях 	<p>Своевременное информирование инвесторов необходимо, в частности, для предотвращения распространения неверной информации</p>	<p>Компания</p>	<p>ежеквартально</p>	<p>Плавающая, зависит от многих факторов</p>
<p>Видеоролик о компании</p>	<p>Не является необходимым, но может быть очень полезным и производит впечатление на презентациях</p>	<p>Компания, специализирующаяся на производстве видеороликов</p>	<p>1-2 недели</p>	<p>около 5 тыс. долл.</p>
<p>Финансовая отчетность компании в международном стандарте (IAS)</p>	<p>Отчетность, предоставленная в международном стандарте, придает гораздо больше уверенности инвесторам и служит подтверждением открытости компании по отношению к ним. Высокая стоимость подготовки такого документа делает его целесообразным только в связи с перспективой нового выпуска ценных бумаг</p>	<p>Международная аудиторская фирма</p>	<p>6 месяцев</p>	<p>между 100 тыс. и 200 тыс. долл.</p>

Источник: материалы компании Арес Асс.

ППЛ - Шаг 2: Повышение доступности акций компании для инвесторов

Действие	Цель	Исполнитель	Сроки	Стоимость
Совершенствование системы регистрации	Для институциональных инвесторов необходимо наличие в Москве независимой компьютеризованной системы регистрации акций	Компания, путем конкурса среди лучших московских регистраторов.	Несколько месяцев	Зависит от выбранного реестра
Выбор международного инструмента для инвестирования в акции (АДР, ГДР)	Для многих институциональных инвесторов трудно напрямую покупать акции российских компаний	Независимый консультант	1 месяц	5-10 тыс. долл.
Создание этих инструментов		Зависит от инструмента. Обычно требуется банк-депозитарий и международная юридическая фирма	несколько месяцев	Зависит от выбранного инструмента. АДР первого уровня может стоить, например, 20-50 тыс. долл.
Выбор брокерской фирмы, постоянно котирующей ценные бумаги ("делателя рынка") в Москве и в Лондоне	Необходимо для включения в РТС и РТС2 в Москве и для размещения акций и представления интересы в Лондоне	Целесообразно обратиться за помощью к независимому консультанту или юридической фирме	несколько недель переговоров по условиям размещения	Процент от сумм размещения в Лондоне составляют 3-5%

Источник: материалы компании Арес Асс.

ППР - Шаг 3: Распространение информации о компании среди инвесторов

Действие	Цель	Исполнитель	Сроки	Стоимость
Конференции в Москве и в Лондоне, представляющие компанию и её стратегию	Оптимальный способ представления компании и её стратегии инвесторам	Специализированная компания по связям с общественностью	2 часа	5 тыс. долл.
Рассылка информационного меморандума инвесторам, журналистам, банкам и т.д.	Необходимо, чтобы все адресаты имели достоверную информацию о компании	Компания	ежегодно	Стоимость рассылки
Пресс-релизы и контакты с прессой	<ul style="list-style-type: none"> ■ Информировать инвесторов о событиях в компании ■ Поддерживать интерес прессы к компании 	Компания	ежемесячно	
Индивидуальная информационная связь с крупными инвесторами: двухсторонние встречи, информационные конференции	Важно создать стабильную базу крупных портфельных инвесторов, которые способны поддержать новые эмиссии акций или облигаций.	Компания во взаимодействии с брокерскими фирмами - "делателями рынка"		

Источник: материалы компании Арес Асс.

67

ППЛ - Шаг 4: Дальнейшее движение

После выполнения шагов 1, 2 и 3, на что приблизительно уйдет 6 месяцев, акции компании, при условии, что она вышла на рынок и была принята на рынке, будут продаваться в Москве и в Лондоне. Компания должна поддерживать создавшееся положение следующими способами:

Продолжать развивать рынок, а именно:

- ежегодно обновлять информационный меморандум;
- поддерживать на постоянной основе связи с инвесторами и средствами массовой информации;
- в более общем смысле, она должна выполнять действия, описанные в шагах 1, 2 и 3.

Используя имеющийся активный рынок для торговли акциями, т.е. благоприятные условия, привлечь новый капитал: одна или несколько эмиссий позволят компании привлечь значительные суммы, поскольку цены на акции высоки, и существует интерес инвесторов.

После того, как компания выгодно разместит акции, можно будет рассматривать возможность выпуска облигаций или конвертируемых облигаций.

Используя возможность привлечь капитал, компания может продолжать развивать свой бизнес, например, приобрести другие компании и снизить финансовые затраты.

Заключение

**ПРИВЛЕКАТЕЛЬНАЯ КОМПАНИЯ
ОТКРЫТОСТЬ ИНФОРМАЦИИ
АКТИВНЫЙ МАРКЕТИНГ**

⇒ ⇒ ⇒

**БОЛЕЕ ВЫСОКАЯ ЦЕНА АКЦИИ
ЛИКВИДНОСТЬ**

⇒ ⇒ ⇒

**ПРОЩЕ ПРИВЛЕКАТЬ
КАПИТАЛ
БОЛЕЕ
БЛАГОПРИЯТНЫЕ
УСЛОВИЯ**

Уралсвязьинформ
Вопросы для обсуждения

Работая в группах, пожалуйста подготовьте ответ на следующие вопросы:

- Почему внедрение Программы повышения ликвидности (ППЛ) повлияло на повышение цены акции - постарайтесь отвечать конкретно?
- Каким образом более высокая цена акции поможет компании привлечь новый капитал на более выгодных условиях?
- В предполагаемой эмиссии акций, какой процент собственности потребовалось бы продать, чтобы привлечь 10.000.000 долларов США в апреле 1996; тот же вопрос - в декабре 1996?
- Каким образом смена регистратора и аудитора связана с повышением цены акции?
- Каким образом программа выпуска АДР I уровня связана (хотя и косвенно) с конечной целью, а именно с привлечением нового капитала?
- Эффективность программы повышения ликвидности (ППЛ).

07

“Уралсвязьинформ”¹

ДЕЛОВАЯ СИТУАЦИЯ²

“Уралсвязьинформ” (здесь и далее “компания”) - региональный лидер в области телекоммуникаций, считается финансово стабильным, планирует расширять и диверсифицировать свою деятельность. Компания намеревается удовлетворить часть своих потребностей в капитале путем увеличения акционерного капитала через новую эмиссию акций. В связи со своей стратегией увеличения акционерного капитала компания предприняла успешные шаги по повышению не только ликвидности своих акций, но и цены на них, которая держалась на низком уровне, благодаря недостатку предложения на рынке. Недостаток предложения в свою очередь объяснялся неудовлетворительным спросом, что сохраняло цены на акции (определяемые потенциальными покупателями) на таком уровне, который не побуждал владельцев, доверяющих компании и считающих, что она в своей основе стоит больше, продавать их. В результате имели место только несколько транзакций и цена акций не смотря на заметный прогресс в последнее время не имела возможности подняться до своего потенциального уровня.

Базовая информация о компании

“Уралсвязьинформ” - динамичная телекоммуникационная компания действующая в Пермской области (Западный Урал, территория 160.000 квадратных километров, население 3,1 миллиона человек). В компании работают 7.830 человек, выполняющих широкий круг услуг. Компания фактически занимает монопольную позицию в крупном индустриальном регионе.

Компания обеспечивает услуги в области телефонной связи, радио и телевидения и планирует использование оптоволоконной связи для развития кабельного телевидения в Перми. Компания имеет большие возможности для своего расширения так, как регион еще слабо телефонизирован и существует значительный спрос на другие виды телекоммуникационных услуг. Компания развивает несколько качественно новых видов услуг: сотовая телефонная связь, пейджинговая связь, разрабатывается целый ряд программ модернизации с использованием оптоволоконных линий.

Компания была приватизирована в апреле 1994 года. Её первоначальный уставный капитал в 346.436.000 рублей был в связи с переоценкой основных фондов увеличен до 912.096.700.800 рублей.

¹ Эта деловая ситуация подготовлена компанией CFED в декабре 1996 года на основе информации, предоставленной компаниями “Арес Ассошиэйтс” и “Скейт Пресс”. Мы не проводили независимую проверку этой информации, но верим в её достоверность.

² Настоящий текст был подготовлен компанией CFED. Он представляет собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к приложению 1 “Некоторые термины рынка капитала” во время изучения материалов по российским компаниями и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

71

Структура собственности следующая:

Связьинвест	51%
Рабочие и служащие	26%
Управляющие	12%
Кроуфорд Холдингс	3%
Прочие	8%

Компания недавно поручила регистрацию своих акций "Московскому центральному депозитарию". Ежегодное общее собрание акционеров приняло решение 26 мая 1996 года об утверждении компании "Куперс энд Лайбрэнд" в качестве своего аудитора.

За последние три года компания разместила четыре облигационных тиража, к ней поступают многочисленные предложения от международных финансовых организаций.

Акции компании

Акции компании оборачиваются на национальном внебиржевом рынке. Ещё в начале года (1996) акции компании фактически не продавались, их не было на российском внебиржевом рынке, и только изредка они появлялись на местном фондовом рынке. Невысокая ликвидность акций объяснялась недостатком их предложения. Так как цена на акции оставалась на низком уровне (что отражено в ценах предложения), их собственники предпочитали их придерживать.

Потребность в капитале

В целях реализации своей стратегии роста планы развития компании предполагают инвестиции в размере 53 миллионов долларов в 1996 году, 83 миллиона в 1997 году, 60 миллионов в 1998 году и 40 миллионов в 1999 году. Компании потребуется также от 4 до 6 миллионов долларов ежегодно для оплаты займов и облигаций.

Шаги акционерного общества

Так как одним из элементов стратегии компании является удовлетворение потребностей в увеличении капитала частично за счет новой эмиссии акций, компания решила предпринять соответствующие шаги с тем, чтобы подготовить рынок к продаже своих акций и при этом поднять их рыночную цену. В связи с этим в компании в апреле 1996 года началась реализация пилотного проекта под названием "Программа повышения ликвидности" (ППЛ), спонсируемого ТАСИС (программа технической помощи Европейского экономического сообщества странам СНГ) и выполненного "Арес Ассошиэйтс" (французская консалтинговая фирма в области финансов). Компания "Уралсвязьинформ" была выбрана в качестве объекта для проведения пилотного проекта Российской Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг по следующим основным критериям: динамичная система управления, благоприятное финансовое положение и перспективы, и открытость по отношению к инвесторам.

“Уралсвязьинформ” является также одним из участников проекта “Программа информационной открытости”, осуществляемого компанией “Скейт-Пресс”. Ближайшими целями участия компании в вышеназванных программах являлось повышение ликвидности и авторитета её акций, подготовка больших пакетов акций для продажи и подготовка к использованию международных инструментов фондового рынка (Американских депозитарных расписок первого уровня или российских депозитарных сертификатов).

Ввиду необходимости повышения ликвидности и рыночной активности акций компании внедряемая методология ППЛ включала следующие шаги, которые вызывали бы у инвесторов интерес, доверие и доступность к акциям компании:

Шаг 1 – Подготовка документации

- Информационный меморандум, основной документ, запрашиваемый институциональными инвесторами, распространяется на конференциях и направляется всем основным участникам российского фондового рынка;
- Видеофильм о компании, предназначенный для демонстрации на конференциях и презентациях.

Шаг 2 - Повышение доступности акций

- Рекомендация сменить регистратора акций компании и организация тендера по определению нового независимого регистратора (был выбран “Московский центральный депозитарий”);
- Подготовка программ российских депозитарных сертификатов и американских депозитарных расписок первого уровня
- Организация и проведение тендера по избранию ведущей юридической фирма, работающей с американскими депозитарными расписками (победила компания “Клиффорд Чанс”);
- Лондонский агент по размещению акций (“Вильямс де Броу”) предложил представить компанию международным инвесторам и разработать программу размещения у них акций;
- Московские брокеры были представлены компании – некоторые из них осуществили двухсторонние котировки (на покупку и продажу) акций на период нормальной рыночной активности;

- Акции компании были включены во все индексы, исчисляемые компанией “Скейт -Пресс” (индекс МТ, общий индекс АСП, индекс АСП для телекоммуникационных компаний) – компании присвоен её собственный тикер в информационной системе “Блумберг”.

Шаг 3 – Контакты с инвесторами

- Разработка стратегии контактов;
- Подготовка информационных писем;
- Подготовка списков основных инвесторов и компаний - исполнителей инвестиционных проектов (для информационных писем, Информационных меморандумов и т.д.);
- Характеристика компании, публиковалась в “Capital Markets Russia”, “Russia X-Tension” и “Skate Blue Chips”, российских информационных изданиях, выходящих на английском языке, распространяемых через электронные средства связи компаний “Reuters”, “Bloomberg” и “Datastream” и отправляемых заинтересованным потенциальным инвесторам;
- Проведение презентаций компании в Москве, Лондоне и Франкфурте-на-Майне;
- Открытие страницы в компьютерной сети “Интернет”
- Организация серии встреч потенциальных инвесторов с генеральным директором компании;
- Распространение базовой информации (информационные письма, пресс-релизы и другие материалы содержащие базовую информацию) по различным каналам.

Чтобы полностью использовать преимущества программы компании придется обновлять Информационный меморандум каждый год и продолжать осуществлять все вышеупомянутое. Результатом вероятно будут новые эмиссии акций позволяющие компании существенно поднять свой капитал через продажу акций по более высоким ценам и заинтересованность в них инвесторов. Эта повышенная способность увеличивать свой капитал поможет компании развивать свой бизнес, создаст возможность приобретения акций других компаний а также общего снижения финансовых затрат.

Результаты программы

Акции компании котировались большинством московских брокерских фирм, цены на акции поднялись с 15 рублей за акцию в апреле

до 180 в декабре 1996 года. Разница между ценой спроса и ценой предложения (см. приложение 1 "Термины рынка капитала" - Спрос и предложение акций) значительно сократилась. с 50% в начале "Программы повышения ликвидности" до приблизительно 7%-10% в настоящее время. Компания стала самой дорогой российской телекоммуникационной компанией по обычным показателям сравнения (коэффициент цена/валовая выручка, коэффициент цена/денежный поток, цена за единицу измерения телекоммуникационной линии). Рыночная капитализация выросла с 30 миллионов долларов в начале программы до 250.

На международном уровне "Вильямс де Броу" готовит к продаже на закрытых Лондонских аукционах пакеты, состоящие в основном из скупленных на фондовом рынке своих же акций. В намерения компании входит создание стабильной группы институциональных инвесторов, которые будут служить базой для новых эмиссий акций. "Вильямс де Броу" и "Уралсвязьинформ" планируют международный выпуск новых акций на сумму в 20 миллионов долларов в конце 1997 года (144A/Reg S АДР).

Ликвидность, однако, сдерживается ограниченным предложением. Тем не менее был достигнут значительный прогресс и аналитики рекомендуют акции компании как весьма интересное инвестиционное предложение. Компания намеревается придерживаться независимой инвестиционной политики и политики увеличения капитала, она отвергла ряд предложений о создании совместных предприятий с компаниями из Великобритании и Южной Кореи. В августе 1996 года Совет директоров компании одобрил использование американских депозитарных расписок первого уровня. Использование этого инструмента фондового рынка запланировано на январь - февраль 1997 года и, как ожидается, на него придется 4% акций компании. Обозреватели рынка считают, что цена на акции компании приближается к тому уровню, при котором акционеры в большинстве своём начнут предлагать свои акции на продажу - некоторые обозреватели полагают, что апогеем этого увеличения будет планируемое использование американских депозитарных расписок первого уровня в начале 1997 года.

Corporate Action Update

Uralsvazinform plans to obtain SEC permission to issue Level-1 ADRs in December. The Bank of New York is to serve as the depository. Application and other documents were prepared by Clifford Chance. International audit of the company's 1995 and 1H 1996 financials has been made by Coopers & Lybrand. Neither the ADR-to-share ratio nor the opening price have been announced. The ADRs will be issued for 4% of outstanding shares which may be extended to 10%. Uralsvazinform intends to be the first Russian regional telecom company to increase its share capital through an additional share issue of 5%, in early 1997. The company's new registrar, the Central Moscow Depository, is to start work on registering some 6,000 shareholders in mid November.

Uralsvazinform is now placing a third straight bond issue in its local market. By late October over 60% of the bond issue was placed ahead of schedule. Uralsvazinform has successfully placed three corporate bond issues totalling US\$ 13 mln within the Perm region, over the last 2.5 years. All of the company's bonds have been redeemed as scheduled. The company's first bond known as 'the telephone loan' is still outstanding.

For the third quarter of 1996, the company paid dividends of RR 0.23 per share with a par value of RR100.

The company has begun publishing a bi-weekly employee newsletter titled "Nasha Gazeta" with a circulation of 3,000 copies. Uralsvazinform is the only Russian telecom company with an English-language Web-site on the Internet.

Key Financial Characteristics

INCOME HIGHLIGHTS (R mln)	1994	1995	9M96
Total Revenues	142,507	361,839	427,981
Income Before Taxes	40,838	91,930	111,535
Net Income	25,300	71,971	85,466
Net Profit Margin	17.75	19.89	19.97
Earnings per share (R thnd)	0.00	0.01	0.01
Number of shares*	9,120,967,008	9,120,967,008	9,120,967,008
Average R/US\$ Rate (R)	2,211	4,567	5,009

CAPITAL HIGHLIGHTS (R mln)	1-Jan-95	1-Jan-96	1-Oct-96
ASSETS	457,475	610,275	1,304,469
Current Assets, of which	55,302	108,441	149,298
Cash	6,200	15,909	11,637
Accounts Receivable	36,599	73,278	92,200
Inventories	6,106	18,278	23,561
Non-Current Assets, of which	402,173	501,834	1,157,178
Intangible Assets	1,113	1,991	3,085
Fixed Assets	386,909	394,117	1,020,992
OWNER'S EQUITY, of which	405,234	430,552	1,073,467
Charter Capital	347	380,040	912,097
Reserve Fund	12,978	42,381	29,662
LIABILITIES	52,241	179,723	231,002
Current Liabilities, of which	47,690	146,429	181,745
Short-Term Debt	11,690	28,231	43,623
Accounts Payable	17,835	64,233	99,370
Non-Current Liabilities, of which	4,551	33,294	49,257
Long-Term Debt	1,917	33,294	49,257

RATIOS			
Equity Ratio	0.89	0.71	0.82
Current Liquidity	1.16	0.74	0.82
VALUATIONS			
P/E Ratio	n.t.	2.34	11.82
Book Value per share (R thnd)	0.05	0.05	0.12
MC/BV	n.t.	0.35	0.92
MC/employee (R mln)	n.t.	22.77	136.79
R/US\$ Exchange rate	3,550	4,640	5,407
Financial Data standard	UFI	IAS	IAS

* - current number of shares outstanding

Equity Positions in Other Companies

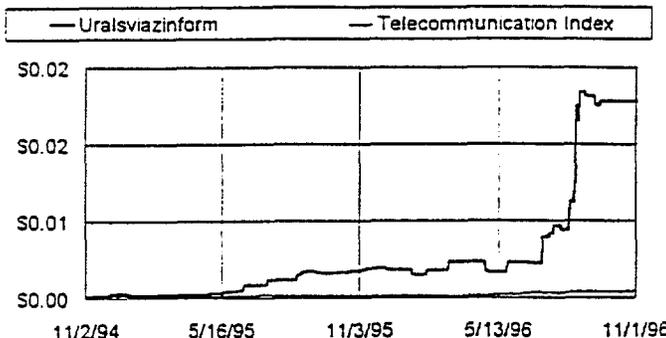
Name	Stake %
Perminform Ltd.	100.00
Permtelekom Ltd.	100.00
Ural-Inform	100.00
Finfininvest	52.00
United Telecom Ural	50.00
Pochtobank	35.00
Parma	25.00
Zapaduralfond	10.00
Permcobank	0.07
Zapaduralbank	0.03

P/E Ratio 11.82
 Price Change 1-Jan to 1-Nov-96 + 416.51%
 Market Capitalization, US\$ 186,979,824
 Price per Share, US\$ 0.02

General information

Full Company Name	JSC "Uralsvazinform
Main Office	58, Lenina St., Perm
Registered Address	58, Lenina St., Perm
Telephone	(7-3432) 34-198-
Fax	3615198-
Director General	Rybakin V.
Number of employees	7,38-
Date of registration	18-Sep-90
Web site	http://www.uralsvazinform.ru

Price v Industry Index (US\$)



Secondary Market Remarks

Infrequently traded.

Included in the following stock indices:	Index	Weightings, %	Date of inclusion
ASP-General Index		0.51	16-Sep-96
Telecommunications Index		5.60	16-Sep-96

Share Price Gain (Loss), %

Period/Index	1-Oct-1996	1-Jan-1996	1-Nov-1995
	1-Nov-1996	1-Nov-1996	1-Nov-1996
UINF	US\$ 0.00	416.51	483.58
	R 1.09	503.59	606.81
Index*	US\$ 13.16	175.23	180.68
	R 14.40	221.64	239.94
Market**	US\$ 125.19	130.62	11.73
	R 172.74	169.50	12.95

* - Telecommunications Index ** - ASP-General Index

Major Shareholders

Name	Stake %
Svyazinvest	51.00
Employees	26.00
Management	12.00
Treasury Fund	4.00
Crawford Holdings	3.10
Non-State Pension Fund Parma	3.00
IC "Ermak"	0.68
VIF "Detstvo-1"	0.10
Free Float (% of common stock)	49.00

Stock Changes

Events	Date	Type of shares	Par value, R	No. of shares
First issue	18-Sep-93	common	500	692,872
Bonus issue	25-Dec-95	common	500	759,387,712
Increase of par value	11-Jul-96	common	1,200	760,080,584
Split	11-Jul-96	common	100	9,120,967,008
Total	1-Nov-96	common	100	9,120,967,008

Dividend History

Period	Payment per common share	Payment per preferred share	Ex-Date	Announcement date
1993	n.p.	none issued	-	n.a.
1994	1,500	none issued	17-Jul-95	16-Aug-95
1995	208	none issued	27-Apr-96	27-May-96

Production Overview

Production Volume

Product	Measure	Installed access lines	1994	1995	1H96
Basic Access Lines	thnd access lines	476	333	362	373
of which residential	thnd access lines	n.a.	256	287	298
Long-distance and international phone calls	thnd units	n.a.	20,293	20,784	32,479
Telegrams	thnd units	n.a.	1,647	1,428	56
Basic radio broadcast points	thnd units	n.a.	890	817	78

Operations Summary

Uralsvyazinform provides telecommunications services to the Perm Region. In 1995, several new exchanges were installed, including an S-12 automated long distance exchange in Perm and two TDX automated exchanges in Perm and Kizel. In the 1H96 five new local automated exchanges were installed with SDH digital systems. In 1996 it installed a total of 10,000 new lines and it plans to put into operation an SDH transmission system in Perm by year end.

In April 1996 the company began operation of an ISDN system in Perm linking Moscow, Perm and Nizhniy Novgorod to the international ISDN network.

The company is engaged in joint projects, which have a total value

of US\$ 70 mln. This includes cellular network projects with AMPS, NMT and GSM standards, paging and other services which have begun to generate returns by the Summer of 1996.

On July 15 a contract between Dresdnerbank and Permcombank was signed in Frankfurt to extend a tied credit of DM 17 mln to Uralsvyazinform for the purchase of GSM-900 cellular network equipment from Alcatel SEL.

Management is amenable to outside investors and known for its candour. It is involved in the Information Disclosure and Investor Relations program implemented by Skate.

Registrars

Name	Type of securities	Tel.	Address
Central Moscow Depository	all shares	(7-095) 207-6696	22, Otkhovskaya St., Moscow, 107066, Russia

Auditors

Name	Tel.	Address
Coopers & Lybrand	(7-095) 232-5511, 232-5522	5, Nikitsky Per., Moscow, 103009, Russia

Financial Adviser

Name	Tel.	Address
ARES Associates Williams de Broe	(7-095) 941-8148 (44-171) 588-7511, 588-1702	n.a. 6, Broadgate, London, EC2M 2RP, UK

Legal Adviser

Name	Tel.	Address
Clifford Chance	(7-095) 258-5050, 258-5051	24/27, Sadovaya -Samotechnaya St., Moscow, 103051, Russia

“Как разрешать ситуации, связанные с процессом управления АО”¹

ДЕЛОВАЯ СИТУАЦИЯ²

Группа участников семинара, состоящая приблизительно из 30 человек, будет разбита на 5 групп по 6 человек в каждой. Этим группам будет предложено обсудить различные ситуации, возникающие в процессе управления акционерным обществом. Участники должны будут подготовить выступление о том, как они повели бы себя в данной ситуации. Пять различных ситуаций приводятся ниже.

Ситуация 1

АО “Нижний Новгород” объявляет о созыве ежегодного общего собрания акционеров. Один из акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, выдвинул кандидатуру для избрания в члены совета директоров.

Ситуация 2

Акционер, не имеющий контрольного пакета акций АО “Нижний Новгород”, требует созыва внеочередного общего собрания акционеров для того, чтобы распустить совет директоров.

Ситуация 3

Совет директоров АО “Нижний Новгород” рассматривает возможность начала программы выпуска спонсированных американских депозитарных расписок (АДР) I уровня.

Ситуация 4

Генеральный директор АО “Нижний Новгород” серьезно пострадал в автомобильной катастрофе.

Ситуация 5

Рынок акций АО “Нижний Новгород” - ограниченный. Акции не продаются активно на фондовой бирже. Кроме этого, пресса неоднократно сообщала, что АО не может платить своим сотрудникам заработную плату. В такой ситуации небольшая, но довольно успешная информационно-рекламная фирма, обращается к руководству акционерного общества с предложением провести информационно-рекламную кампанию его деятельности.

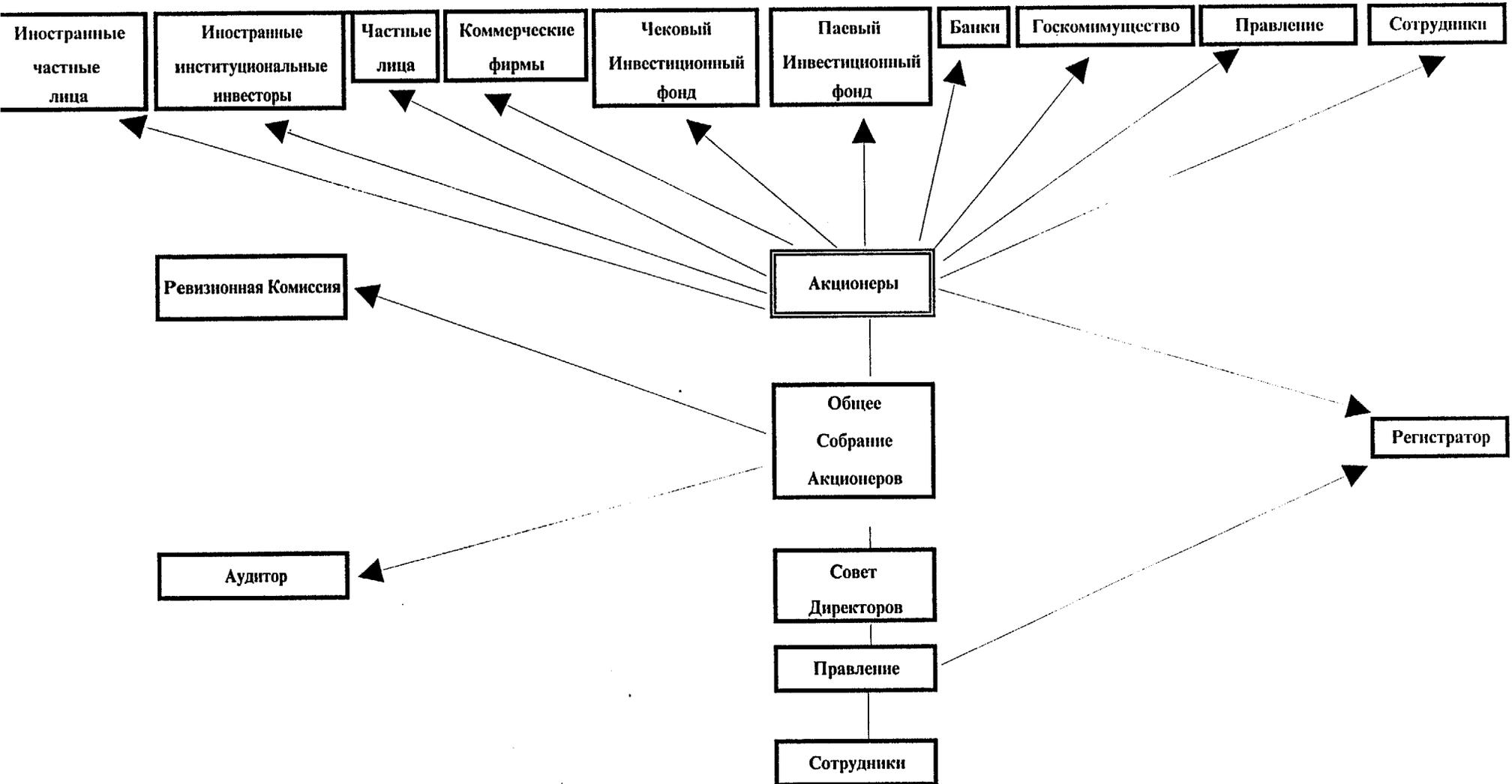
¹ Данная деловая ситуация была разработана компанией CFED для обсуждения на семинаре вопросов, связанных с управлением АО. Эта ситуация не имела места в действительности.

² Настоящий текст был подготовлен компанией CFED. Он представляет собой неотъемлемую часть настоящего пособия и проводимого семинара. Во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями участники могут обращаться к приложению 1 “Некоторые термины рынка капитала.”

Слушателям необходимо:

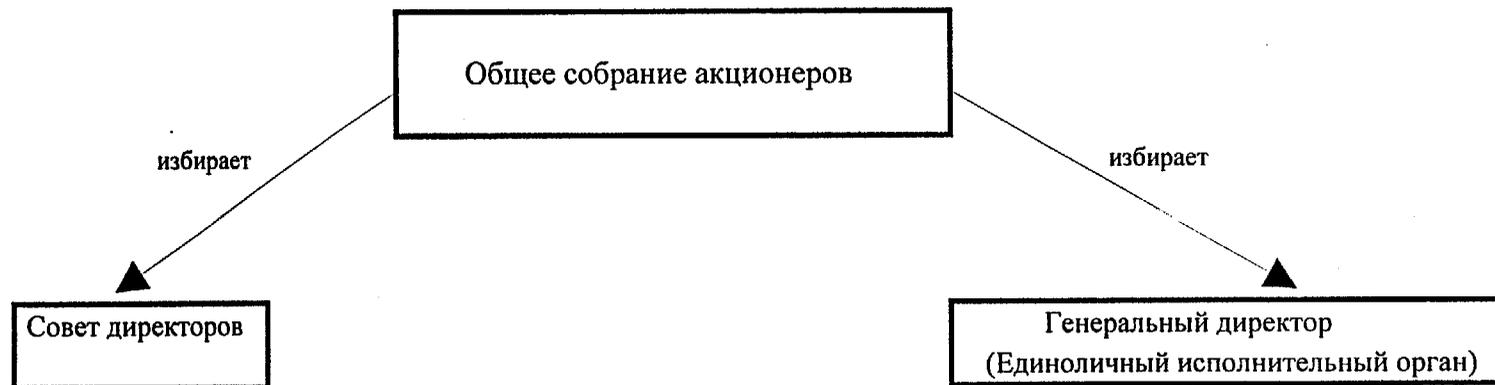
- Подготовить список законодательных актов, которые возможно будет применить при решении данной ситуации;
- Определить, есть ли в уставе АО (если таковой имеется) какие-либо положения, имеющие отношение к данной ситуации;
- Подготовить список прав и обязанностей акционеров, членов правления и совета директоров;
- Подготовить план последовательных действий, которые необходимо будет предпринять для решения ситуации;
- Составить список документов, которые могут быть подготовлены советом директоров и правлением для эффективного разрешения ситуации.

ВНУТРЕННЕЕ УПРАВЛЕНИЕ РОССИЙСКИМИ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ



08

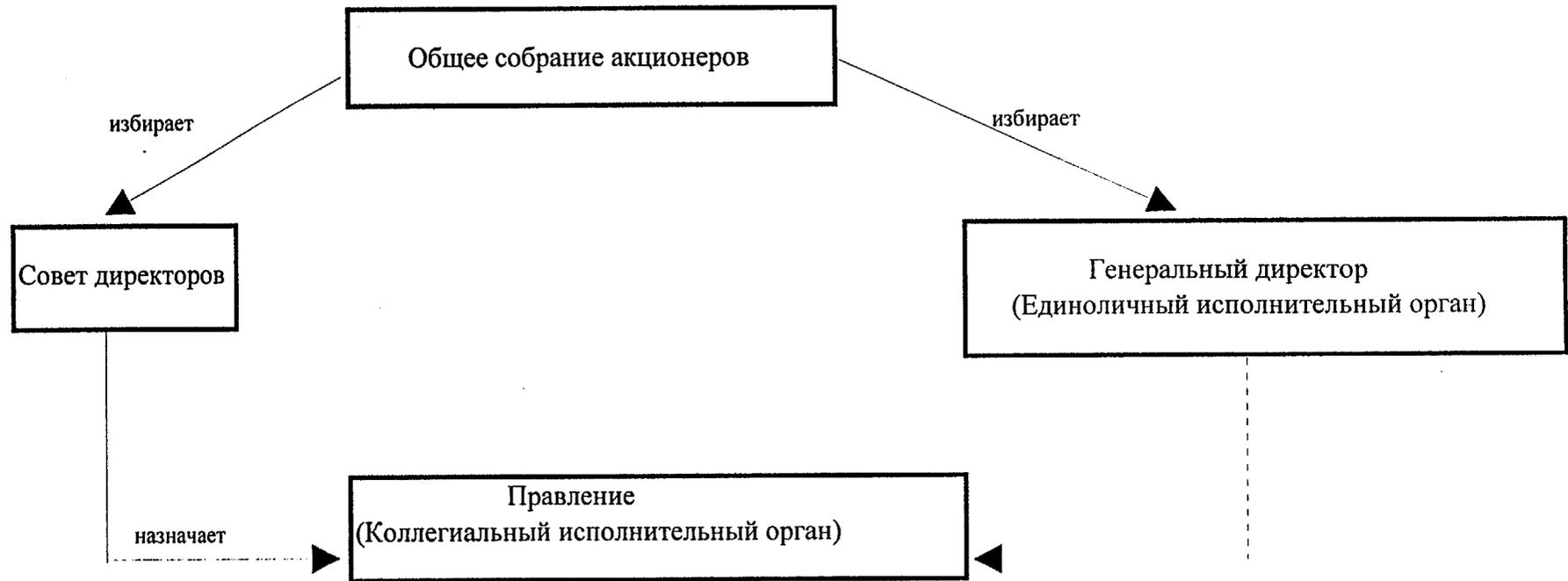
Структура управления АО в зависимости от различных факторов



Контрольный пакет акций находится в руках должностных лиц администрации.
Это наиболее крупные акционеры ("внутренние" инвесторы)

1. "Сильный" генеральный директор
2. В Совет директоров входят "внутренние" члены
3. Совет директоров:
 - вырабатывает стратегические решения
 - осуществляет текущее оперативное руководство
 - выполняет все функции Общего собрания акционеров, кроме его исключительной компетенции

Структура управления АО в зависимости от различных факторов

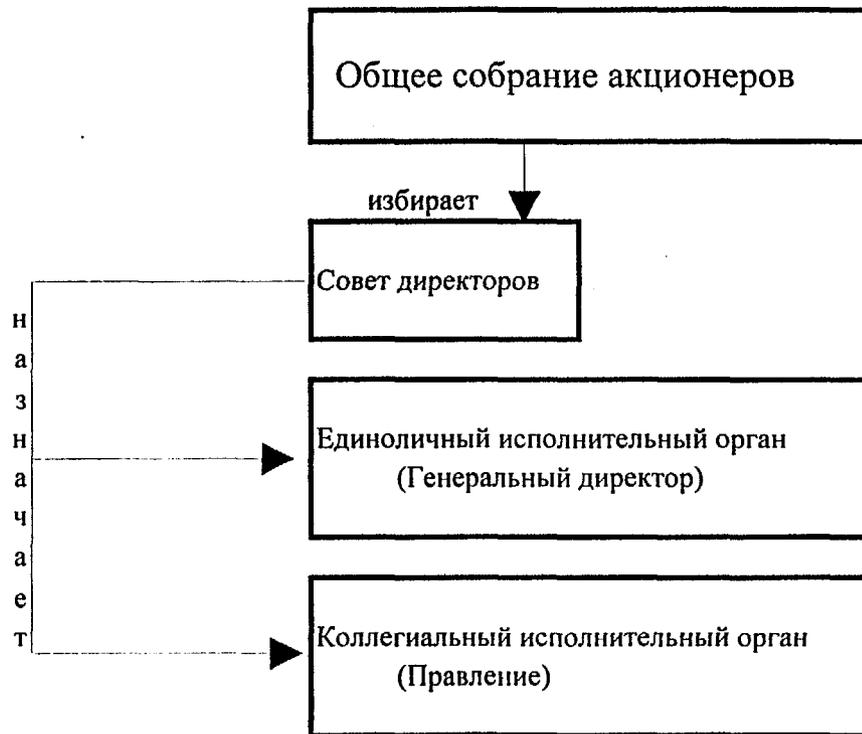


Большой объем деятельности АО. Наличие крупных "внешних" инвесторов

1. Крупные "внешние" инвесторы участвуют в Совете директоров
2. Коллегиальный исполнительный орган осуществляет текущее управление деятельностью
3. "Сильный" генеральный директор

82

Структура управления АО в зависимости от различных факторов



При учреждении АО, когда одному из учредителей принадлежит контрольный пакет акций

При учреждении дочерних обществ

Учредитель желает установить жесткий контроль над исполнительными органами АО

1. Вместо "сильного" директора - Председатель Совета директоров (крупнейший акционер)
2. Генеральный директор - это наемный менеджер, назначаемый Советом директоров
3. Коллегиальный исполнительный орган (если он нужен) назначается Советом директоров

13

Законодательное регулирование структуры управления российских акционерных обществ

На семинаре будут рассмотрены положения, регулирующие деятельность акционерных обществ (структура управления АО, права и обязанности членов органов управления, права акционеров, роль и ответственность ревизионной комиссии и аудиторов общества), а также требования законодательства по раскрытию информации.

Структура рассмотрения каждого вопроса будет (предположительно) такова:

1. требования законодательства;
2. практические аспекты (ссылка на статью, приведение примеров, слушателям будет предложено привести свои примеры по каждому вопросу);
3. законодательство и практика других стран.

Кроме обсуждения основных моментов (из-за нехватки времени) материала, представленного в письменном виде слушателям, также будут рассмотрены другие вопросы, относящиеся к корпоративному управлению.

Так например, при рассмотрении темы "Соответствие требованиям законодательства" предполагается обсудить также следующее:

1. Выбор оптимальной структуры управления в АО.
2. Что целесообразно включать в устав АО.
3. Понятие реестра акционеров.
4. Виды и формы общих собраний. Принятие решений. Подсчет голосов. Счетная комиссия.
5. Возможность обжалования решений общего собрания отдельными акционерами, недовольными его решением.
6. Отказ совета директоров в созыве внеочередного собрания.
7. Взаимоотношения сторон при проведении реорганизации, ликвидации и при банкротстве АО. Учет прав всех сторон (в том числе и кредиторов).
8. Ответственность членов органов управления АО и самого общества.

Слушателям также будет предложено ответить на вопросы теста по управлению акционерным обществом.

189

Законодательное регулирование структуры управления российских акционерных обществ.¹

Соответствие требованиям законодательства

Требования к уставу

Закон признает в качестве учредительного документа АО лишь устав, требования которого обязательны для исполнения всеми акционерами и органами общества.

В законе определены обязательные для включения в устав сведения, а также положения, которые могут быть включены наряду с ними.

К обязательным сведениям относится следующая информация:

- полное и сокращенное наименования общества;
- местонахождение и тип общества (открытое или закрытое);
- количество, номинальная стоимость, категории (обыкновенные и привилегированные) акций и типы привилегированных акций, размещаемых обществом;
- права акционеров - владельцев акций каждой категории (типа);
- размер уставного капитала общества;
- структура и компетенция органов управления общества и порядок принятия ими решений;
- порядок подготовки и проведения общего собрания акционеров, в том числе перечень вопросов, решение по которым принимается органами управления общества квалифицированным большинством или единогласно;
- сведения о филиалах и представительствах общества;
- иные положения, предусмотренные ФЗАО (ст.11)².

К иным положениям, которые могут быть включены в устав относится следующее:

- определение порядка и сроков осуществления преимущественного права приобретения акций, продаваемых акционерами закрытого акционерного общества (п.3 ст.7);
- указание на право участия акционеров-владельцев обыкновенных акций в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам, относящимся к его компетенции, право получения дивидендов, право получения части имущества общества в случае его ликвидации (п.2 ст.31);

¹ При подготовке к данному семинару была использована литература, указанная в библиографии, а также материалы, предоставленные Международным институтом развития правовой экономики.

² Далее по всему тексту, если не указано иное, ссылки даются на статьи Федерального закона "Об акционерных обществах" (ФЗАО) от 24.11.95 г.

85

- определение размера дивиденда и (или) стоимости, выплачиваемой при ликвидации общества (ликвидационной стоимости) по привилегированным акциям каждого типа, а также очередности выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости по каждому типу привилегированных акций, в случае, если уставом предусмотрены привилегированные акции двух и более типов (п.п.2 и 3 ст.32);
- указание на создание в обществе резервного фонда в размере не менее 15% его уставного капитала и определение размера ежегодных отчислений в этот фонд в сумме не менее 5% чистой прибыли (п.1 ст.35);
- определение порядка и сроков информирования акционеров о принятых общим собранием решениях и итогах голосования (п.7 ст.49);
- установление сроков информирования акционеров о проведении общего собрания (п.2 ст.52);
- определение порядка избрания общим собранием членов Совета директоров (п.1 ст.66);
- определение порядка избрания и компетенции ревизионной комиссии (ревизора) общества (ст.85);
- установление ответственности исполнительного органа общества за организацию, состояние и достоверность бухгалтерского учета в обществе, своевременное представление ежегодного отчета и другой финансовой отчетности в соответствующие органы, а также сведений о деятельности общества, представляемых акционерам, кредиторам и в средства массовой информации (п.2 ст.88).

Кроме обязательных в уставе могут содержаться и другие положения, причем перечень обязательных и возможных положений не является исчерпывающим. Устав АО может содержать и любые другие положения, не противоречащие ФЗАО и другим законодательным актам РФ. (см. Образец устава - Приложение 4)

Структура капитала

Объединенный вклад участников АО называется уставным капиталом. Уставный капитал на момент учреждения общества должен быть обеспечен имуществом общества. В процессе создания общества его учредители объединяют свое имущество на определенных условиях, зафиксированных в специальном соглашении - уставе общества. На основе такого объединения капитала ведется дальнейшая хозяйственная деятельность с целью получения прибыли. Вкладом участника общества в объединенный капитал могут быть денежные средства, а также любые материальные ценности (здания, оборудование и т.п.), ценные бумаги (акции других акционерных обществ, облигации, векселя и т.д.), права пользования природными ресурсами (землей, водой и др.) и иные имущественные права, а также право на интеллектуальную собственность.

Стоимость вносимого каждым учредителем имущества определяется в денежной форме совместным решением участников общества. Объединенное имущество, оцененное в денежном выражении, составляет уставный капитал (фонд) общества. Уставный капитал разделяется на определенное количество равных долей. Свидетельством о внесении одной

86

из таких долей является акция, а денежное выражение этой доли называется номинальной стоимостью (номиналом) акций.

Таким образом, АО имеет уставный капитал, разделенный на определенное число акций равной номинальной стоимости, которые выпускаются (эмитируются) обществом в обращение на рынок ценных бумаг. И наоборот, общая номинальная стоимость всех выпущенных акций соответствует размеру уставного капитала общества.

Юридическое значение уставного капитала заключается в том, что его размер определяет пределы минимальной имущественной ответственности акционерного общества по своим обязательствам. Экономическое и практическое значение создания уставного капитала состоит в возможности оперативного привлечения финансовых средств, необходимых для привлечения средств, необходимых для начала реальной хозяйственной деятельности.

ФЗАО предусматривает право АО выпускать и размещать две категории акций - обыкновенные и привилегированные. Доля привилегированных акций в общем объеме уставного капитала не может превышать 25% (п.2 ст.25).

Обыкновенная акция (или простая А.) дает право голоса на общем собрании акционеров (ОСА), гарантирует право на получение заранее не установленного дивиденда из чистой прибыли общества за текущий год, а также право на получение части имущества общества в случае его ликвидации (ст.ст.23, 31, 75).

Привилегированная акция обычно не дает право голоса на ОСА, но гарантирует право на получение фиксированного дивиденда (не только из чистой прибыли, но и за счет специальных фондов общества), размер которого устанавливается в виде фиксированной суммы или в процентах к номинальной стоимости в уставе, а также право на получение части имущества АО в случае его ликвидации (ликвидационной стоимости) (ст.ст. 23, 32 и 75).

На практике, привилегированные акции обычно выпускаются для привлечения мелких инвесторов и, соответственно, такие акции обычно бывают мелкономинальными. Выпуск привилегированных акций позволяет оперативно привлечь необходимые финансовые средства, не прибегая к выпуску облигаций (ст.33 ФЗАО), а также сохранить приоритет владельцев больших пакетов обыкновенных акций при решении вопросов деятельности АО. Запрещается выпуск акций на предъявителя.(п.2 ст.25).

Облигации. По общему правилу, АО вправе выпускать облигации, обеспеченные залогом определенной части его имущества или имущества, предоставленного ему для этих целей третьими лицами. Облигации без обеспечения могут выпускаться не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов АО (п.3 ст.33).

87

- определение количественного состава совета директоров, избрание ее членов и досрочное прекращение их полномочий (подп.4 п.1 ст. 48; п.1 ст.66);
- определение количественного состава ревизионной комиссии, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий (подп.9 п.1 ст. 48);
- утверждение аудитора общества (подп.10 п.1 ст. 48; п.2 ст.86);
- избрание по предложению совета директоров членов счетной комиссии (подп.14 п.1 ст. 48).

К *имущественно-правовым* вопросам компетенции ОСА можно отнести следующее:

- принятие решения об увеличении или уменьшении уставного капитала (п.2 ст.29; подп.7 п.1 ст.48; п.2 ст.72);
- принятие решения о дроблении и консолидации размещенных акций (подп.16 п.1 ст.48; п.2 ст.74);
- принятие решения о совершении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет свыше 50% балансовой стоимости активов общества на дату принятия решения о совершении такой сделки (подп.18 п.1 ст.48).

Альтернативная компетенция - это часть вопросов компетенции собрания акционеров, которая может передаваться на решение другим органам управления.

К *альтернативным* вопросам компетенции ОСА относятся:

- решение об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, иных объединениях коммерческих организаций (подп.20 п.1 ст.48; п.16 ст.65);
- принятие решения о выплате или невыплате дивидендов, утверждении их размера, формы выплаты по акциям каждой категории (типа) (п.3 ст.42), определение даты их выплаты (п.4 ст.42);
- утверждение, внесение изменений и дополнений в "Положение о совете директоров";
- установление размеров вознаграждений и компенсаций членам совета директоров (п.2 ст.66);
- утверждение, внесение изменений и дополнений в "Положение о ревизионной комиссии" (п.2 ст.85);
- установление размеров вознаграждений и компенсаций членам ревизионной комиссии по рекомендации совета директоров;
- принятие решения о проверке финансово-хозяйственной деятельности АО ревизионной комиссией (п.3 ст.85).

Совет директоров (наблюдательный совет) осуществляет общее руководство его деятельностью в пределах своей компетенции. Обязательным является наличие совета директоров в АО с числом акционеров - владельцев голосующих акций более 50.

Основная задача совета директоров - выработка стратегической политики с целью увеличения прибыльности и обеспечения устойчивого финансово-экономического состояния общества, а также осуществления контроля за деятельностью исполнительных органов общества.

89

Правление (дирекция) является коллегиальным исполнительным органом АО. Правление осуществляет текущее руководство всей деятельностью общества в пределах своей компетенции, определенной уставом, решениями общего собрания АО, внутренним документом общества (положение, регламент), утвержденным советом директоров.

Работа правления возглавляется генеральным директором и контролируется советом директоров.

Основной целью деятельности этого органа управления является увеличение прибыльности общества на основе проведения выработанной им экономической политики. Правление выступает от имени общества в суде и в отношениях с государственными органами, юридическими и физическими лицами. К полномочиям правления относится свободный выбор сферы деятельности общества в пределах, установленных уставом и решениями общего собрания.

Правление может заключать сделки с активами при условии, что величина каждой сделки не превышает 20% квартального оборота общества в предшествующем квартале, а также принять решение о заключении или прекращении любых сделок, в которых, с одной стороны, выступает общество, с другой - любой акционер, владеющий пакетом акций составляющим не более 5% уставного капитала, и не являющийся членом совета директоров, членом правления или должностным лицом администрации общества.

С утвержденными членами правления совет директоров заключает договоры (контракты), в которых определяются:

- их права, обязанности и ответственность перед обществом,
- форма, порядок и условия оплаты труда,
- срок контракта,
- условия освобождения от занимаемой должности,
- другие вопросы их деятельности.

За выполняемую работу члены правления получают определенное вознаграждение в виде оклада, установленного советом директоров, и доли чистой прибыли в размере, установленном общим собранием акционеров. По решению общего собрания членам правления может быть предоставлен опцион на приобретение акций общества.

Правление АО состоит из генерального директора, исполнительных директоров и управляющих - руководителей основных подразделений общества. Пределы компетенции каждого члена правления определяются должностной инструкцией, утверждаемой советом директоров с согласия генерального директора. Членами правления могут быть как акционеры, так и третьи лица, являющиеся специалистами в области деятельности данного АО. Правление собирается по мере необходимости по инициативе генерального директора. Заседание является правомочным, если на нем присутствует не менее половины членов правления. Голосование проводится открыто. В случае недостижения большинства, генеральный

директор проводит свое решение одновременно с рассмотрением спорного вопроса на заседании совета директоров. Протоколы заседания подписываются всеми присутствующими членами. На заседании правления могут присутствовать члены ревизионной комиссии с правом совещательного голоса.

Права и обязанности директоров

К *исключительной компетенции* совета директоров относятся вопросы:

1. определение приоритетных направлений деятельности АО (подп.1 ст.65);
2. принятие решения о созыве годового общего собрания (подп.2 ст.65):
 - определение даты, места и времени его проведения (п.2 ст.47; ст.54),
 - утверждение повестки дня собрания и решение о включении или невключении в повестку дня предложений, выдвинутых акционерами (п.п. 4 и 5 ст.53; ст.54; п.3 ст.65),
 - утверждение списка кандидатур для голосования по выборам органов управления и контроля (п.п. 4, 5 ст.53),
 - предварительное утверждение и представление общему собранию годового отчета (п.1 ст.47; ст.88);
3. принятия решения о созыве внеочередного общего собрания (п.1 ст.55; подп.2 ст.65):
 - утверждение повестки дня, принятие решения о невключении в него вопросов, предложенных инициаторами его созыва, если они противоречат требованиям законодательства и устава (п.4 ст.55);
 - определение формы, а также даты, места и времени его проведения (п.1 ст.55; п.2 ст.47);
 - принятие решения об отказе его созыва, иницируемого ревизионной комиссией, аудитором или акционерами, владеющими не менее 10 % голосующих акций АО, по основаниям, предусмотренным законом (п.4 ст.55);
4. заключение договоров с единоличным исполнительным органом (директором, генеральным директором), членами коллегиального исполнительного органа (п.3 ст.69);
5. подбор персонального состава счетной комиссии и вынесение его на утверждение общему собранию акционеров (п.1 ст.56);
6. установление размера вознаграждений и компенсаций, выплачиваемых генеральному директору и членам коллегиального исполнительного органа (подп.10 ст.65);
7. дача рекомендаций по размеру выплачиваемых членам ревизионной комиссии (ревизору) вознаграждений и компенсаций (подп.11 ст.65);
8. определение размера оплаты услуг аудитора (подп.11 ст.65);
9. утверждение итогов размещения дополнительных акций (п.1 ст.12);
10. принятие решения о приобретении размещенных акций общества в случаях,
11. не связанных с целевым уменьшением уставного капитала (подп.9 ст.65; п.2 ст.72; подп.19 п.1 ст.48);
12. принятие решения о создании филиалов и открытии представительств общества, утверждение положений о них (подп.15 ст.65);
13. принятие решения об участии общества в других организациях (подп.16 ст.65);

9/1

14. принятие решения о заключении сделок, в совершении которых имеется заинтересованность (подп. 18 ст. 65; п. п. 1, 2 ст. 83);
15. определение рыночной стоимости имущества, являющегося предметом крупной сделки (п. 2 ст. 79);
16. определение рыночной стоимости имущества, в том числе приобретаемых и выкупаемых на баланс общества акций (подп. 8 ст. 65; п. 2 ст. 77);
17. определение денежной оценки имущества, вносимого в оплату дополнительно размещаемых акций и иных ценных бумаг (п. 3 ст. 34);
18. утверждение внутренних документов общества, определяющих порядок деятельности органов управления обществом (подп. 14 ст. 65);
19. принятие решения об использовании фондов общества (подп. 13 ст. 65).

Альтернативная компетенция совета директоров - это вопросы, которые могут быть отнесены уставом в ведение или общего собрания, или совета, или исполнительных органов. Число данных вопросов ограничено законом и не может быть расширено. Это такие вопросы как:

1. определение даты выплаты годовых дивидендов (п. 4 ст. 42);
2. назначение единоличного исполнительного органа и членов коллегиального исполнительного органа (подп. 8 п. 1 ст. 48; подп. 10 ст. 65; п. 3 ст. 69), а также досрочное прекращение их полномочий;
3. заключение договоров с коммерческой организацией (управляющей организацией) или индивидуальным предпринимателем (управляющим) на исполнение функций исполнительного органа общества. Утверждение условий договора (п. 1 ст. 69) и др.

Подотчетность совета директоров

Совет директоров ежегодно отчитывается перед ОСА о своей деятельности. Решения ОСА являются обязательными для них. На общих собраниях акционеров точку зрения совета директоров представляет председатель совета. Директор, имеющий собственное мнение, имеет право изложить его на собрании. ОСА может потребовать от каждого члена совета директоров предоставления отчета о своей работе и любых документов, имеющих отношение к деятельности общества.

Члены совета должны действовать в интересах общества при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей, причем делать это добросовестно. Они несут перед АО ответственность за убытки, причиненные обществу их виновными действиями (или бездействием), если иные основания или размер ответственности не установлены законодательством РФ. При этом, члены совета, голосовавшие против решения, которое повлекло причинение обществу убытков или не принимавшие участия в голосовании, не несут ответственности.

АО или акционер, владеющий в совокупности не менее чем 1% размещенных обыкновенных акций общества, вправе обратиться в суд с иском к члену совета директоров о возмещении убытков, причиненных в случае, предусмотренном в п. 2 ст. 71 ФЗАО.

92

Критерии отбора членов совета устанавливаются по усмотрению акционеров (п.2 ст.66). Они избираются годовым общим собранием сроком на один год и могут переизбираться неограниченное число раз. Для АО с числом акционеров-владельцев обыкновенных акций более 1000, кумулятивное голосование при выборах совета директоров обязательно, а в других обществах это зависит от устава (также обязательно проведение кумулятивного голосования для АО, созданных в процессе приватизации (п.9.10.4 Государственной программы приватизации).

Если в обществе есть совет директоров и коллегиальный исполнительный орган, то члены последнего не могут составлять большинства в совете директоров. Лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества, не может быть одновременно председателем совета директоров. Устав общества или утвержденный общим собранием его внутренний документ, определяющий порядок формирования и деятельности совета директоров, может содержать также дополнительные требования к лицам, входящим в совет директоров. Члены совета директоров не могут являться одновременно и членами ревизионной комиссии.

Количественный состав: для открытого АО с числом акционеров-владельцев обыкновенных и иных голосующих акций более 1000 - не менее семи членов, а для АО с числом акционеров-владельцев обыкновенных и иных голосующих акций более 10 тыс. - не менее девяти.

При проведении кумулятивного голосования на каждую акцию общества должно приходиться количество голосов, равное общему числу членов совета директоров. Акционер вправе отдать голоса по принадлежащим ему акциям полностью за одного кандидата или распределить их между несколькими кандидатами. Избранными считаются набравшие наибольшее число голосов.

На своем первом заседании совет директоров из числа своих членов выбирает председателя совета. Председателем совета директоров может быть любой директор, необязательно генеральный директор.

В некоторых странах устав акционерного общества может устанавливать обязательное требование об отставке членов совета директоров при достижении определенного возраста (Финляндия, Нидерланды) или может ограничить количество различных компаний, в которых лицо может быть членом совета директоров (Австрия, Германия). В США в финансовой прессе ставился под сомнение вопрос об эффективности работы членов совета директоров, которые являются также членами различных компаний и которые не могут ничего дать кроме как способствовать повышению престижа.

См. также Приложение 6 - Руководство для совета директоров компании "Дженерал моторс".

93

Определение независимого директора

Независимый директор - это член совета директоров (наблюдательного совета) общества, который не является единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или членом коллегиального исполнительного органа (правления, дирекции), если при этом его супруг (супруга), родители, дети, братья, сестры не являются лицами, занимающими должности в органах управления АО (п.2 ст.83).

В голосовании по вопросу о заключении сделки, в совершении которой имеется *заинтересованность*, могут принимать участие только незаинтересованные и независимые директора. Под независимостью понимается не только неучастие его лично в исполнительных органах, но и отсутствие фактов занятия должностей в органах управления АО ограниченным кругом родственников соответствующего директора. Так как приведенный круг родственников представляет собой исчерпывающий перечень, то можно предположить, что факт занятия определенных должностей другими родственниками не может считаться нарушением.

Заинтересованными в совершении сделки являются:

- члены совета директоров (наблюдательного совета);
- лица, занимающие должности в других органах управления;
- акционер(ы), владеющий(щие) совместно со своим аффилированным лицом 20 или более процентов голосующих акций, если они или их родственники являются в свою очередь стороной такой сделки, владеют 20 и более процентов голосующих акций юридического лица, занимают должность в органах управления юридического лица - стороны по сделке (ст.81). Данные лица должны представить определенную информацию в соответствии со ст.82.

Порядок заключения сделки, в совершении которой имеется заинтересованность описана в ст.83.

О заинтересованности см. также Приложение 8 - "Вопросы, затрагиваемые российским законодательством об акционерных обществах".

Права и обязанности членов правления

Работа коллегиального исполнительного исполнительного органа АО (правления, дирекции) организуется в соответствии с уставом общества, а также внутренним документом об исполнительном органе. При проведении его заседания ведется протокол, к которому не предъявляются столь жесткие требования, как к протоколу заседания совета директоров. В законе не указаны обязательные реквизиты протокола. Он может быть составлен в произвольной форме, но за его содержание отвечает подписавший директор (генеральный директор), осуществляющий функции единоличного исполнительного органа.

Члены правления осуществляют свои обязанности на основании положений устава, решений общего собрания акционеров и совета директоров АО.

94

Ответственность членов правления

В случае невыполнения или небрежного выполнения ими обязательств, предусмотренных контрактом, незаконных распоряжений, превышения предела власти, бездействия и нарушения как устава, так и постановлений ОСА члены правления несут ответственность в размере возмещения ущерба, причиненного обществу в результате нарушения своих обязанностей, в полном объеме, включая возмещение упущенной выгоды в размере ее полной и справедливой рыночной стоимости.

Они несут ответственность (в том числе и уголовную) в соответствии с действующим законодательством РФ за:

- ущерб, причиненный в результате нарушения положений внутренних нормативных документов общества;
- ненадлежащее исполнение заключенных договоров;
- недостоверность информации, содержащейся в годовых отчетах и балансах АО;
- нарушение прав собственности других субъектов;
- загрязнения окружающей среды;
- нарушение антимонопольного законодательства;
- несоблюдение безопасных условий труда;
- реализацию потребителям продукции, причинившей вред здоровью.

Правление **подотчетно** общему собранию акционеров и совету директоров и организует выполнение их решений. При чем решения ОСА и совета директоров являются для правления обязательными. Генеральный директор представляет точку зрения правления на заседаниях совета директоров и ОСА.

ОСА может :

- требовать от генерального директора и правления предоставления отчета о своей работе и любых документов, относящихся к деятельности АО;
- в исключительных случаях предоставлять генеральному директору дополнительные права, не противоречащие уставу.

Контроль за деятельностью правления по выполнению решений ОСА осуществляет совет директоров.

В свою очередь ревизионная комиссия производит проверку финансово-хозяйственной деятельности правления по поручению ОСА, совета директоров, по собственной инициативе или по требованию акционеров, которые обладают в совокупности 10% акций общества.

Права акционеров: право на получение выписки из реестра акционеров

Держатель реестра должен составлять и выдавать выписки из реестра по требованию акционера или номинального держателя акций. Выписка подтверждает его права на акции. Она не является ценной бумагой и соответственно ее передача третьему лицу не означает совершения сделки и, конечно, не влечет перехода права собственности на акции (ст.45, 46).

95

В мае 1996 г. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг опубликовала отчет "Владение акциями компаний и корпоративное управление в Российской Федерации". В нем говорится, что 75 % руководителей больших акционерных обществ не желают раскрывать (предоставлять) информацию о структуре владения в АО, тем самым препятствуя попыткам акционеров принять участие в управлении.

Права акционеров: обыкновенные и привилегированные акции

Владельцы *обыкновенных акций* имеют имущественные и личные неимущественные права. Имущественные права акционеров - владельцев обыкновенных акций состоят из следующих прав:

- право на участие в распределении прибыли;
- право на получении части имущества общества в случае ликвидации.

При этом последнее право может быть осуществлено только после окончательного расчета со всеми кредиторами и в соответствии со ст.23 ФЗАО. Согласно данной статье, имущество (ликвидируемого общества), оставшееся после завершения расчетов с кредиторами, распределяется ликвидационной комиссией между акционерами в следующей последовательности:

- выплаты по акциям, которые должны быть выкуплены в соответствии со ст. 75 ФЗАО (первая очередь);
- выплаты начисленных, но не выплаченных дивидендов по привилегированным акциям (вторая очередь);
- распределение имущества АО между акционерами - владельцами обыкновенных акций и всех типов привилегированных акций (третья очередь).

Личное неимущественное право акционеров - это право участвовать в управлении акционерным обществом, что включает следующие права:

- участие в общем собрании акционеров;
- право быть избранным в члены совета директоров и ревизионной комиссии;
- получение доступа к финансовой отчетности;
- право требования созыва внеочередного общего собрания акционеров;
- право включения вопросов в повестку дня общего собрания акционеров.

Привилегированные акции занимают промежуточное положение между обыкновенными акциями и облигациями. Владельцы привилегированных акций не имеют права голоса на общем собрании акционеров (за исключением случаев, когда дивиденды не объявлялись несколько раз).

Привилегированные акции представляют собой попытку найти компромисс между желанием привлечь инвесторов и нежеланием "разводнять" контроль над акционерным обществом, предоставляя им право на:

- гарантированный доход в виде фиксированных процентов;
- получение определенной доли имущества АО в случае его ликвидации сразу после кредиторов, т.е. раньше держателей облигаций и обыкновенных акций.

96

Привилегированные акции имеют преимущество перед облигациями: у них нет срока погашения, которое может совпадать с неблагоприятными для АО временами. Предприятие в этом случае не рискует переходом своих активов в руки кредиторов из-за несвоевременной уплаты дивидендов.

Совет директоров может не объявлять дивидендов ни на привилегированные, ни на обыкновенные акции. И в этом одно из преимуществ выпуска привилегированных акций перед облигациями. Ведь АО должно сделать все возможное, чтобы вовремя рассчитаться с держателем облигаций.

Права акционеров: права на ежегодном общем собрании акционеров (ЕОСА)

См. компетенцию ОСА.

О правах акционеров см. также статью "Восстание акционеров" - Приложение 8.

Права акционеров: право созыва внеочередного общего собрания акционеров (ВОСА)

Правом созыва ВОСА кроме ревизионной комиссии и аудитора обладают и акционеры, являющиеся владельцами не менее 10% голосующих акций общества. Совет директоров, не позднее 45 дней со дня предъявления такого требования, обязан это сделать. Совет директоров обязан мотивировать свой отказ о созыве собрания, сославшись на ст.55. Решение об отказе должно быть принято ими в течении 10 дней с даты предъявления требования и в трехдневный срок с даты принятия решения должно быть направлено лицам, требующим созыва. Данное решение может быть обжаловано в суде. Если совет директоров вообще не вынесет решения в установленные сроки, то лица, потребовавшие созыва, могут сами его созвать. Расходы по подготовке и проведению собрания могут быть возмещены по решению ОСА за счет средств АО (п.п. 5, 6 ст.55).

Права акционеров: право на внесение предложений в повестку дня ОСА

Предложения в повестку дня годового ОСА, выдвижения кандидатов в совет директоров и в ревизионную комиссию могут исходить от акционеров, которым принадлежит не менее 2% голосующих акций и если прошло не более 30 дней после окончания финансового года (в уставе может быть другой срок). При этом должно быть не более 2-х предложений и нельзя выдвигать кандидатов больше, чем предусмотрено в уставе количество соответствующего органа. Предложения в повестку дня вносятся в письменной форме, с указанием мотивов. Немотивированные предложения не рассматриваются. Установлен исчерпывающий перечень оснований, по которым совет директоров может отказать во включении в повестку дня этих предложений (п.4 ст.53). Мотивированное решение об отказе совета директоров может быть обжаловано заинтересованными лицами.

97

Права акционеров: кумулятивное голосование

При кумулятивном голосовании каждый акционер имеет количество голосов, равное произведению количества принадлежащих ему обыкновенных акций и числа вакансий в избираемый совет директоров. Он может распределить свои голоса между любым количеством выдвинутых кандидатов или отдать все голоса одному. Кумулятивное голосование призвано защитить права мелких акционеров, так как если группа акционеров, владеющая небольшим количеством обыкновенных акций, договорится и отдаст все свои голоса одному кандидату, то он сможет пройти в совет директоров (п.4 ст.66 ФЗАО, п.9.10.4 Гос.программы приватизации).

Даже если законом предусмотрена возможность выбора между кумулятивным и раздельным голосованием, предпочтительным считается первое, так как:

- совет директоров будет практически наверняка сформирован, ведь претенденту надо только определить других претендентов (сумма набранных голосов не имеет значения);
- снижает вероятность конфликтов внутри совета директоров, т.к. вопрос о досрочном прекращении полномочий его отдельных членов не может ставиться, решение может быть принято в отношении всех членов совета одновременно;
- акционеры с небольшим числом акций могут провести своего кандидата. (см. Приложение 8 - "Человек из Владивостока", "Экономист", 26 октября, 1996)

Права акционеров:преимущественные права

В уставе АО может быть предусмотрено преимущественное право акционеров-держателей голосующих акций на приобретение дополнительных акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемые обществом. Это не императивная норма. В законе (п.1 ст.40) употреблен термин "голосующая акция", что свидетельствует о возможности предоставления преимущественного права держателям нескольких типов акций, если соответствующие типы предоставляют их владельцам право голоса. В уставе может быть предусмотрено несколько типов голосующих акций и на всех держателей будет распространяться преимущественное право.

Преимущественное право не влияет на правовую природу открытой подписки. Реализация данного права не преобразует открытую подписку в закрытую, даже в случае полного размещения дополнительно выпущенных акций среди акционеров АО. ОСА вправе принять решение о неприменении данного права, даже если в уставе закреплено такое положение. Такое решение действует в течение определенного срока, но не более одного года.

98

Права акционеров: крупные сделки

В законе (ст.78) есть две разновидности сделок, которые при наличии определенных условий признаются крупными:

- сделки, связанные с распоряжением обществом имуществом;
- сделки, связанные с размещением голосующих акций данного АО.

Общее определение сделки дано в ст.153 ГК. Сделки - это акты, совершенные на основе волеизъявления одного или нескольких лиц, направленные на установление, изменение или прекращение гражданских прав и обязанностей.

Все сделки, совершаемые АО как юридическим лицом, по общему правилу должны совершаться в письменной форме, а в случаях предусмотренных законодательством (ст.ст.131, 164 ГК), подлежат государственной регистрации (например: сделки с земельными участками и недвижимостью).

Права акционеров: реорганизация

Прекращение деятельности АО возможно в следующих случаях:

- по истечении срока, на который оно было создано;
- по достижении цели, которая была поставлена при его создании;
- по другим основаниям, указанным в уставе;
- по решению ОСА (добровольная ликвидация);
- по решению суда в случае несостоятельности (банкротства) или нарушения АО положений законодательства.

Прекращение деятельности может происходить путем его реорганизации или ликвидации. (Термин "реорганизация" означает прекращение данного юридического лица с переходом его прав и обязанностей к другим лицам.) Решение о реорганизации принимается общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов присутствующих на собрании или судом в случаях, установленных законодательством. При этом вносятся соответствующие изменения в устав и государственный реестр АО. Реорганизация влечет переход прав и обязанностей, принадлежащих данному АО, к его правопреемнику.

Реорганизация АО может проводиться в форме:

- слияния,
- разделения,
- выделения,
- поглощения и
- преобразования.

В свою очередь слияние означает образование нового АО путем передачи прав и обязанностей двух или более обществ с прекращением их деятельности (ст.16). Общества, участвующие в слиянии, заключают соответствующий договор о слиянии, в котором определяются порядок и условия слияния, порядок конвертации акций каждого АО в акции или ценные бумаги нового АО.

99

Совет директоров (наблюдательный совет) общества выносит на решение общего собрания каждого АО, которое участвует в слиянии следующие вопросы:

- о реорганизации в форме слияния,
- об утверждении договора о слиянии,
- об утверждении передаточного акта.

Утверждение устава и выборы совета директоров (наблюдательного совета) вновь возникшего совета проводятся на совместном общем собрании акционеров тех обществ, которые принимают участие в слиянии.

При слиянии обществ все права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему обществу в соответствии с передаточным актом.

Разделение - это прекращение общества путем передачи всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Совет директоров (наблюдательный совет) данного общества выносит на решение ОСА вопросы:

- о реорганизации в форме разделения,
- о создании новых обществ,
- о порядке конвертации акций данного АО в акции и иные ценные бумаги создаваемых обществ.

Общее собрание каждого вновь создаваемого общества принимает решение об утверждении устава и избрании совета директоров.

В соответствии с разделительным балансом все права и обязанности будут разделены между двумя или более новыми обществами.

Выделением считается создание одного или более обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения его действия. При этом оно вносит соответствующие изменения в свой баланс.

Присоединение - это прекращение деятельности одного или нескольких обществ (присоединяемые) путем передачи всех прав и обязанностей другому обществу. Присоединяемое общество и общество, к которому осуществляется присоединение, заключают договор о присоединении. В этом договоре определяются порядок и условия присоединения, порядок конвертации акций присоединяемого общества в акции или ценные бумаги общества, к которому осуществляется присоединение.

Должен быть составлен передаточный акт, по которому все права и соответствующие обязанности первоначального общества переходят к вновь создаваемым обществам.

Преобразование АО возможно в общество с ограниченной ответственностью и производственный кооператив с соблюдением требований законодательства РФ.

100

На общем собрании акционеров обсуждаются вопросы принятия решений о:

- преобразовании,
- порядке и условиях осуществления преобразования,
- порядке обмена акций общества на вклады участников общества с ограниченной ответственностью или паи членов производственного кооператива.

Участники нового юридического лица принимают решение об утверждении его учредительных документов и избрании (назначении) органов управления в соответствии с требованиями соответствующего законодательства.

Составляется также передаточный акт, в соответствии с которым к вновь созданному юридическому лицу переходят все права и обязанности.

Права акционеров: ликвидация

Главной отличительной особенностью ликвидации по сравнению с реорганизацией АО является отсутствие правопреемства, т.е. нет перехода прав и обязанностей ликвидируемого общества к другим юридическим лицам. В законе предусмотрена возможность *добровольной ликвидации АО и принудительной ликвидации по решению суда*.

По решению суда общество может быть ликвидировано в случае:

- осуществления деятельности без соответствующего разрешения (лицензии);
- осуществления деятельности, запрещенной законом;
- осуществления деятельности с иными неоднократными или грубыми нарушениями закона или других правовых актов;
- других основания.

Так например, согласно ст.65 ГК АО может быть признано судом несостоятельным (банкротом), если оно не в состоянии удовлетворить требования кредиторов. Подробное определение понятия несостоятельности (банкротства) содержится в Законе "О несостоятельности (банкротстве) предприятий" 1992 г. (ст.1). Арбитражный суд принимает решение о признании общества несостоятельным (банкротом) (п.3 ст.22 АПК). Такое признание в свою очередь влечет его ликвидацию.

О банкротстве и проблемах управления см. статью "Кто стал банкротом?" - Приложение 8.

Пример осуществления деятельности, запрещенной законом: Закон "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" 1991 г. запрещает всем обществам проводить координацию предпринимательской деятельности коммерческих организаций, в результате которой ограничивается конкуренция (п.4 ст.6).

101

Общее собрание акционеров является органом, обладающим исключительным правом принятия решения по добровольной ликвидации общества и назначении ликвидационной комиссии. Совет директоров может только подготовить проекты соответствующих решений. Решение на ОСА принимается только квалифицированным большинством в три четверти голосов акционеров- владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров (п.4 ст.49).

Общее собрание должно сообщить органу, осуществляющему государственную регистрацию юридических лиц о принятом решении, о сроках ее осуществления и примерный состав членов ликвидационной комиссии. Данный орган одобряет состав членов ликвидационной комиссии. В п.3 ст.21 Закона сказано, что *"все полномочия по управлению делами общества"* переходят к ликвидационной комиссии, но этим имеется в виду, что не все полномочия органов управления АО, а только те, которые обеспечивают сохранность имущества общества и управление им в процессе ликвидации или в связи с ней (т.е. то, что предусмотрено в ГК, ФЗАО и уставе).

Следует иметь в виду, что ОСА надо будет еще утвердить промежуточный баланс (п.4 ст.22) и окончательный ликвидационный баланс (п.7 ст.22). А совет директоров должен в свою очередь утвердить повестку дня соответствующих ОСА (подп.3 ст.65).

Права акционеров: поправки к уставу

Изменение устава общества и изменение размера его уставного капитала относится к исключительной компетенции ОСА (с учетом положений ст.ст.12, 27, 28, 48), которое принимает решение квалифицированным большинством голосов (3/4) акционеров - владельцев голосующих акций, участвующих в голосовании .

Обязанность акционеров: необходимость раскрытия информации

В законе впервые установлено требование, обязывающее лицо, которое намеревается приобрести 30 и более процентов в АО, в которой число владельцев обыкновенных акций составляет более 1000, письменно предупредить о своем намерении данное общество (ст.80). Данная статья имеет целью установить формальные препятствия для скупки контрольного пакета акций крупных АО.

Данное положение применяется в следующих случаях, когда:

- лицо, которое не владеет обыкновенными акциями данного общества, намеревается приобрести 30 и более процентов его размещенных акций;
- лицо уже владеет определенным количеством обыкновенных акций общества и собирается приобрести еще некоторое количество таких акций, и если общее количество составит 30 и более процентов всех его размещенных акций.

Данные лица должны не только уведомить АО, но и получить соответствующее согласие антимонопольного органа на сделку в

102

соответствии с требованиями ст.18 Закона "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" 1991 г.
(см. также Приложение 8 - "Положения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг - раскрытие информации")

Роль и ответственность ревизионной комиссии

Ревизионная комиссия не является органом управления, она только реализует одну специфическую функцию управления - контроль за финансово-хозяйственной деятельностью АО. Таким образом ревизионная комиссия - это орган АО, осуществляющий функции внутреннего финансового, хозяйственного и правового контроля за деятельностью общества. Избрание членов ревизионной комиссии и досрочное прекращение их полномочий является исключительной компетенцией ОСА (п.1 ст.48). Ее члены не могут быть одновременно членами совета директоров, а также занимать иные должности в совете директоров. Комиссия действует на основании внутреннего документа, утвержденного ОСА.

Ревизионная комиссия обязана контролировать:

- законность заключаемых обществом договоров; торговых, расчетных и др. операций;
- соблюдение обществом в финансово-хозяйственной деятельности и производственной деятельности соответствующих нормативов;
- правомочность принятия советом директоров и правлением общества решений, их соответствия уставу и решениям ОСА.

Правом ревизионной комиссии является проверка:

- финансовой документации общества и заключения комиссии по инвентаризации;
- состояния кассы и имущества общества;
- своевременности и правильности различных платежей (контрагентам, в бюджет), начисления и выплат дивидендов, и процентов по облигациям;
- правильности составления балансов, отчетной документации для налоговой инспекции и др. органов.

Она имеет также право:

- потребовать от органов управления общества, его подразделений, должностных лиц представления всех бухгалтерских и иных документов, необходимых для ее работы;
- требовать личного объяснения от любого работника АО, включая и любых должностных лиц, по вопросам ее компетенции;
- привлекать по необходимости к своей работе (на договорной основе) специалистов, не занимающих штатных должностей в обществе и соответственно,
- требовать от правления оплатить все расходы, связанные с проведением аудиторских проверок и ревизий;
- ставить перед ОСА или органами управления вопрос об ответственности работников АО.

103

К компетенции ревизионной комиссии относится анализ финансового положения общества, его платежеспособности, ликвидности активов, соотношения собственных и заемных средств; выработка рекомендаций для органов управления АО. Ревизионная комиссия контролирует деятельность общества в части ведения реестра акционеров, выдачи выписок из реестра, предоставления информации для акционеров, взимания платы за эти услуги с акционеров и т.д.

В случае выявления каких-либо нарушений, в деятельности АО и его органов, ревизионная комиссия имеет право требовать от полномочных лиц созыва заседаний правления, совета директоров или вносить эти вопросы в повестку дня ОСА.

В свою очередь члены ревизионной комиссии несут ответственность за недобросовестное исполнение своих обязанностей. При проведении различных проверок члены комиссии обязаны надлежащим образом изучить все соответствующие документы. ОСА определяет меру ответственности за представление им недобросовестного заключения. Отчеты о результатах проведенных ревизий и проверок в соответствующей форме, сопровождая их предложениями по улучшению положения.

Члены ревизионной комиссии обязаны соблюдать требования о неразглашении сведений, составляющих коммерческую тайну.

Роль и ответственность аудитора

Акционерное общество должно ежегодно привлекать профессионального аудитора, не связанного имущественными интересами с обществом или его участниками для проверки и подтверждения годовой финансовой отчетности (ст.ст.97, 103 ГК). Основной целью аудиторской проверки является установление достоверности бухгалтерской отчетности и соответствия совершаемых обществом операций действующим нормативно-правовым актам.

Достоверность в данном случае может выражаться в отсутствии существенных нарушений порядка ее ведения. Установление соответствия совершаемых операций законодательству означает вывод аудитора о том, что действующие правовые нормы правильно применены к этим операциям. Аудиторские проверки могут быть обязательными и инициативными. Обязательной аудиторской проверке подлежит финансовая отчетность всех открытых и некоторых закрытых АО (при осуществлении публичной эмиссии ценных бумаг). Независимо от типа обществ аудиторские проверки финансово-хозяйственной деятельности должны осуществляться в случае, когда такое требование выдвигают акционеры, которые владеют 10 и более процентов акций (инициативная проверка).

104

Аудиторы имеют право:

- самостоятельно определять формы и методы проверки;
- проверять в полном объеме документацию о финансово-экономической деятельности общества;
- получать разъяснения и необходимую дополнительную информацию;
- привлекать на договорной основе аудиторов, работающих в другом месте;
- отказаться от проведения аудиторской проверки в случае непредставления данным обществом необходимых документов.

Аудиторы обязаны:

- соблюдать требования законодательства при проведении проверок;
- работать квалифицированно;
- обеспечивать сохранность документов, которые были им предоставлены в ходе проверок.

В случае нарушения своих обязательств аудиторы несут ответственность согласно законодательству.

105

АО "Братский алюминиевый завод"
Ситуация для обсуждения¹

"Состоится собрание акционеров АО "Братский алюминиевый завод"²

“Акционерное общество открытого типа "Братский алюминиевый завод"
Адрес: 665716, Братск-16, Иркутская обл.

сообщает о проведении годового общего собрания акционеров, которое состоится 29 июня 1996 года в 13 ч 00 мин по адресу: г. Братск, ул. Ленина, д. 28, Дворец культуры металлургов.

Повестка дня:

1. Образование счетной комиссии.
2. Отчет совета директоров о финансово-хозяйственной деятельности АО "БрАЗ" в 1995 г.
3. Утверждение годового бухгалтерского баланса, счета прибылей и убытков и их распределения.
4. Отчет ревизионной комиссии.
5. Заключение внешнего аудитора.
6. Утверждение размеров дивидендов.
7. Утверждение устава общества в новой редакции.
8. Утверждение положения о ревизионной комиссии.
9. Утверждение регламента проведения общего собрания акционеров.
10. О досрочном прекращении полномочий членов совета директоров.
11. Выборы совета директоров.
12. Выборы генерального директора.
13. Выборы ревизионной комиссии.
14. О приведении акций АО "БрАЗ" к единому номиналу (200 рублей).
15. Разное.

¹ Вопросы, заданные в данной деловой ситуации, имеют целью обсудить практические аспекты корпоративного управления и проблем раскрытия информации и не имеют отношения к реальным событиям, имевшим место в данном акционерном обществе. Название данного АО оставлено без изменения с тем, чтобы слушатели семинара имели в виду, что вопросы обсуждаемые на семинаре не являются чисто теоретическими и аналогичные проблемы возникают время от времени на практике.

² По сообщению: газеты "Экономика и Жизнь" № 21, май 1996 г.

106

Список акционеров, имеющих право на участие в годовом общем собрании акционеров, составлен на основании данных реестра акционеров общества по состоянию на 15 мая 1996 года.

Регистрация участников собрания будет проводиться в день проведения собрания с 9 ч 00 мин до 11 ч 00 мин во Дворце культуры металлургов, находящемся по адресу: г. Братск, ул. Ленина, д. 28, на основании бюллетеней для голосования или приглашения.

Информация (материалы) по подготовке и проведению общего собрания акционеров будет предоставляться акционерам с 27 июня 1996 года по месту нахождения общества - в здании управления АО "БрАЗ", отдел приватизации, к.58, тел. 44-15-08.

Председатель совета директоров АО "БрАЗ" Громов Б.С."

107

Темы для обсуждения

(слушатели, разделившись на группы рассматривают все вопросы из данного перечня, кроме последнего - 9-го, где каждой группе следует подготовить отдельное сообщение)

1. Повестка дня годового общего собрания: есть ли какое-либо нарушение законодательства в формулировке данной повестки?
2. Порядок внесения предложений в повестку дня.
3. За сколько дней необходимо оповестить о проведении общего собрания и что должно быть в сообщении о проведении общего собрания.
4. С какими материалами по подготовке и проведению общего собрания имеют право ознакомиться акционеры?
5. Как сообщила пресса, сотрудник компании "Зеленый мыс" (акционер БрАЗа) скупал бюллетени для голосования по \$300-400 за штуку. Какое законодательство по вашему мнению нарушено и какова ответственность?
6. Акционер, владеющий более 20% голосующих акций и ряд мелких акционеров (около 4500 человек) не имеют доступа к бухгалтерским балансам, протоколам совета директоров и исполнительного органа. С какими документами имеет право знакомиться акционер?
7. Во время проведения чрезвычайного общего собрания было оглашено (впервые) о переизбрании совета директоров. В результате был избран новый состав совета директоров. Какие проблемы по вашему мнению могут возникнуть в данном случае?
8. Принимается устав в новой редакции общим собранием акционеров. Регистрирующий орган отказывает в регистрации. Дальнейшие действия?
9. Составьте как можно более подробный план действий, которые необходимо предпринять акционерному обществу в каждом конкретном случае:
 - а) эмиссия дополнительных акций с последующим размещением среди акционеров;
 - б) ЗАО (закрытое акционерное общество) собирается увеличить уставный капитал до эквивалента 10 млн. долл. путем увеличения номинальной стоимости акций;
 - в) эмиссия облигаций, размещаемых путем подписки.

“Торговый Дом ЦУМ”¹ **Выпуск новых акций**

- Кто?** Менеджеры, желающие привлечь капитал
- Что?** Привлечение капитала путем эмиссии новых акций
- Когда?** Приблизительно за 6 месяцев до планируемого размещения
- Где?** На финансовых рынках России и за границей
- Почему?** Необходимо привлечение средств на реконструкцию здания и расширения бизнеса
- Как?**
- Подготовка компании и рынка к выпуску и успешному размещению акций
 - Подготовить и зарегистрировать эмиссию и необходимые документы
 - Проведение мероприятий по ценообразованию и размещение эмиссии

¹ См. Приложение I “Некоторые термины рынка капитала.” Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

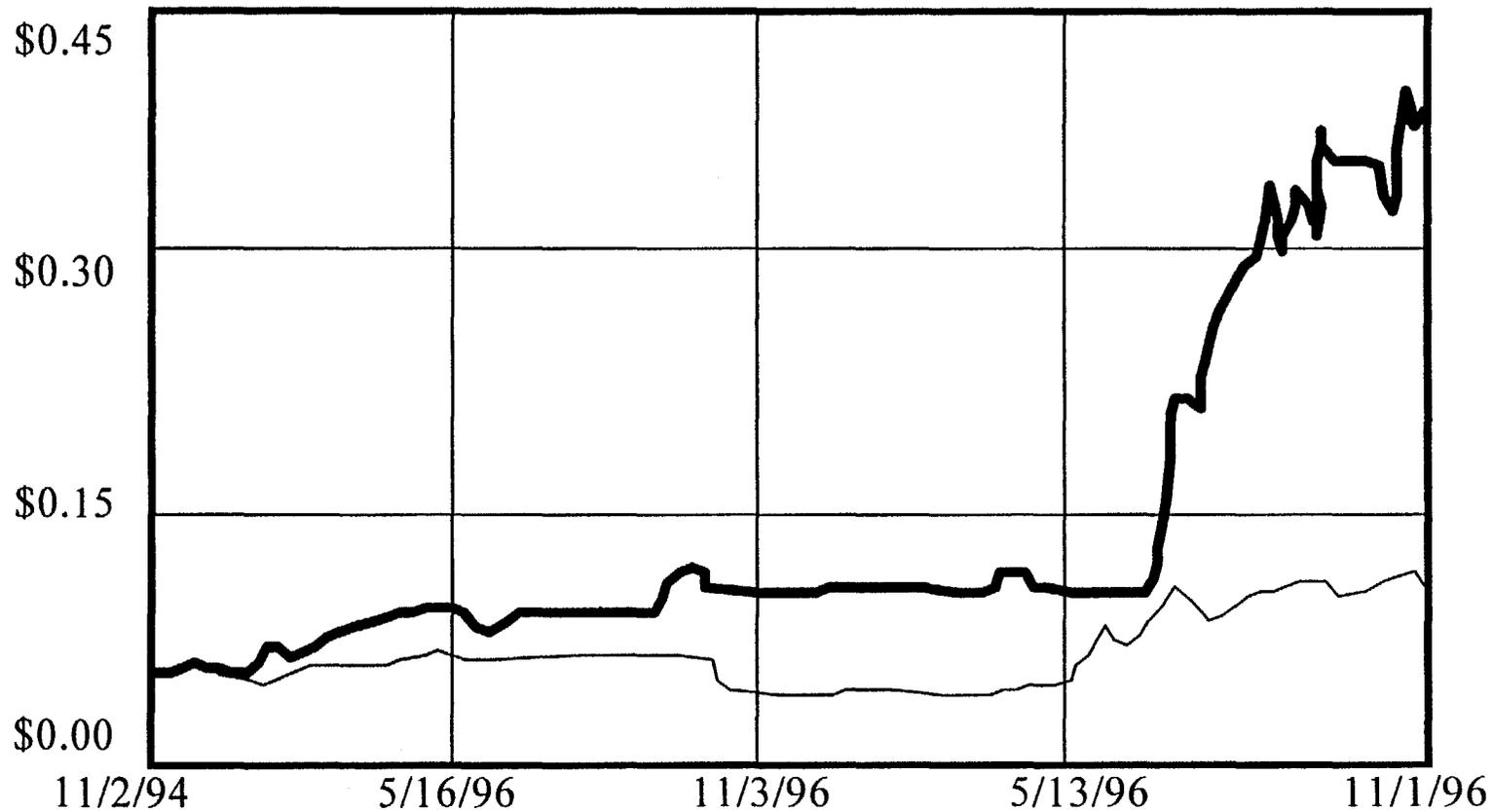
199

Краткое описание ситуации

- ТД ЦУМ нуждается в проведении реконструкции и модернизации торговых площадей для увеличения товарооборота и роста прибыли.
- Стоимость проекта модернизации \$24 миллиона.
- Прогнозируемые доходы компании от \$3,5 до \$4 миллионов в 1996 и от \$6,1 до \$6,9 миллионов в 1997 году.
- От размещения третьей эмиссии акций ТД ЦУМ получил \$10,8 миллионов.

*Сравнительный график движения цены акций ЦУМа
и индекса розничной торговли (\$США)*

— Торговый Дом ЦУМ — Индекс розничной торговли

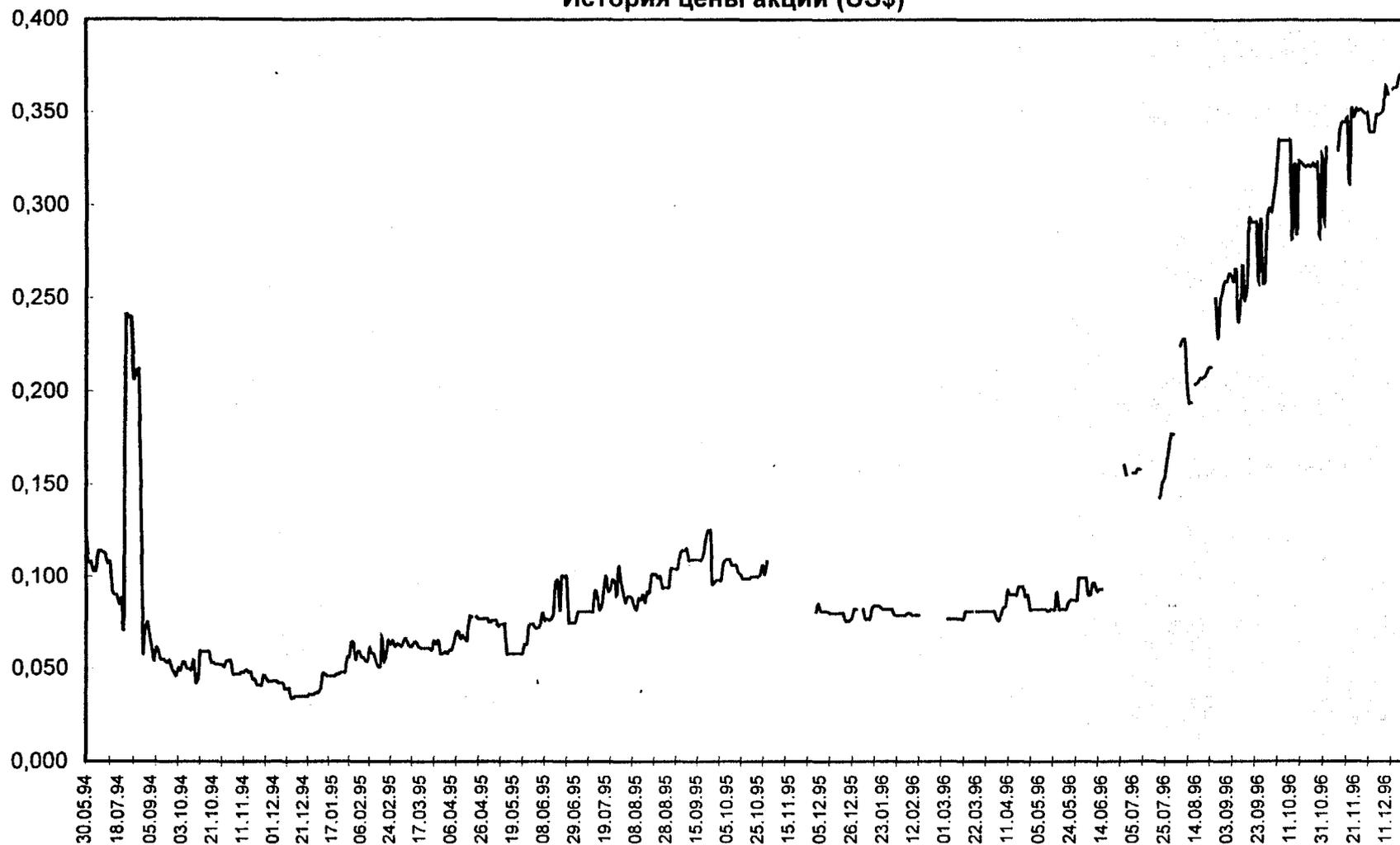


111

*** График подготовлен по материалам "Скейт Пресс"*

Характеристики компании
"Торговый Дом ЦУМ"
История цены акций (US\$)

Цена акций



12

ТД ЦУМ
Основные финансовые показатели

Доход (тыс.долл.)	1994	1995
Валовая прибыль	6.998	11.749
Чистый доход	2.169	2.961
Коэффициент прибыльности	31,0%	25,2%
Показатели балансового отчета (тыс.долл.)		
Текущие активы	4.955	7.517
Дебиторская задолженность	267	982
Долгосрочные активы	10.693	7.252
Итого активов	15.649	14.769
Краткосрочные обязательства	3.103	5.753
Кредиторская задолженность	2.678	5.123
Долгосрочные обязательства	1.264	1.143
Итого обязательств	4.368	6.896
Акционерный капитал	11.281	7.872
Текущие активы/краткосрочные обязательства	1,60	1,31
Итого обязательств/Акционерный капитал	,39	,88

Источник: Предложение Компании о Продаже

Кто?

Менеджеры, желающие привлечь капитал путем выпуска новых акций.

Критерии:

- динамичные и квалифицированные менеджеры, открытые для новых инвесторов;
- хорошее финансовое состояние и перспективы;
- достаточный размер предприятия.

119

Что?

Иллюстрация того, как осуществить размещение новой эмиссии акций

- Эмиссия акций ТД ЦУМа - это первая успешная полностью размещенная на российском рынке эмиссия акций российского акционерного общества.
- ЦУМ не относится к большим энергетическим или телекоммуникационным компаниям.
- Финансовые показатели являются удовлетворительными, хотя и не относятся к “голубым фишкам”.
- Значительный процент акций был приобретен иностранными инвесторами. Из 24 институциональных инвесторов 14 были иностранными. Приблизительно 500 индивидуальных инвесторов также приобрели акции ТД ЦУМ.

15

Когда? Где?

Финансовый консультант ТД ЦУМ - компания "ОЛМА" начала переговоры с потенциальными инвесторами в мае 1996 года.

- Сделка была завершена в декабре 1996.
- Все операции проводились на российском рынке, однако ТД ЦУМ планирует осуществить программу выпуска АДР I уровня для привлечения большего числа международных инвесторов.

116

Почему?

Необходимо привлечение средств для проведения модернизации и расширения бизнеса

- Необходимо продать по наивысшей цене.
- Создать баланс различных источников денежных средств в компании.

117

Как?

Шаг 1.

- Подготовить компанию к деятельности на фондовом рынке (осуществляется до эмиссии):

Выбор финансового консультанта.

Проведение мероприятий по расширению открытости компании, например:

- Публикации в прессе;
- Видеосюжеты по ТВ;
- Пресс-конференции по поводу значимых событий в жизни компании.

Проведение аудиторской проверки.

Целью этого шага является повышение цены акций ко времени осуществления новой эмиссии, а также подготовка инвесторов к восприятию новой эмиссии.

Шаг 2.

- Подготовить и зарегистрировать эмиссию и необходимые документы.
- Проведение мероприятий по ценообразованию.

Шаг 3.

- Проведение мероприятий по размещению эмиссии на рынке.

Примечание:

Следующие "КАК" таблицы являются общим примером и не являются специфичными для ТД ЦУМ. В этих таблицах учитываются требования Постановления №19 Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Эмиссия акций ТД ЦУМ осуществлялась до принятия этого документа.

118

Как??

Шаг 1: Подготовить компанию к деятельности на фондовом рынке (осуществляется до эмиссии)

Что?	Почему?	Кем?	Как долго?	Сколько стоит?
Информационный меморандум на русском и английском языках, описывающий: <ul style="list-style-type: none"> • Компанию • Область деятельности • Оборудование • Инвестиционный и бизнес-планы • Стратегию • Управление 	Основные документы, требуемые обычно институциональными инвесторами	Независимым финансовым консультантом, но проверяется и подписывается компанией. Готовится на основе информации, предоставляемой компанией	1-2 месяца	\$10,000 - \$25,000
Информационные письма Ежеквартальные информационные сообщения рассылаемые существующим и потенциальным инвесторам содержащие: <ul style="list-style-type: none"> • Последнюю информацию о компании • Важные изменения в финансовой жизни компании • Просто важные события 	Необходимо, чтобы держать институциональных инвесторов в курсе и избежать недоразумений	Компания	Каждые три месяца	Стоимость производства и рассылки
Видеоролик , описывающий компанию	Не необходимо, но полезно и производит хорошее впечатление на презентацию у инвестора	Специализированной компанией	1-2 недели	Приблизительно \$5,000
Международные бухгалтерские стандарты	Не необходимо, но очень важно, что бы финансовая информация кампании была понятна иностранным инвесторам	Желательно известной международной аудиторской компанией	6 месяцев	\$100,000 - \$200,000
Регистратор Иметь хорошего регистратора и быть включенным в листинг известной торговой системы (например РТС)	Необходимо сделать доступ инвестора к акциям более легким, что также влияет на цену акций	Компанией и финансовым консультантом	за несколько месяцев до начала продаж	зависит от условий контракта с регистратором

² “КАК” таблицы являются общим примером и не являются специфичными для ТД ЦУМ. В этих таблицах учитываются требования Постановления №19 Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Эмиссия акций ТД ЦУМ осуществлялась до принятия этого документа.

Как?

Шаг 2: Регистрация эмиссии, подготовка и регистрация требуемых документов Проведение мероприятий по ценообразованию

Что?	Почему?	Кем?	Как долго?	Сколько стоит?
<ul style="list-style-type: none"> Подготовить Заявление на регистрацию выпуска ценных бумаг (Постановление 19, Прил. 1) Подготовить и зарегистрировать Решение компании об эмиссии (Пост. 19, Прил. 2) Зарегистрировать выпуск (получить Уведомление о регистрации) 	Требования Постановления 19 Федеральной комиссии по ценным бумагам	Финансовым консультантом/Ведущим менеджером эмиссии и компанией	Весь процесс занимает 3-6 месяцев	Установленный сбор за регистрацию
<ul style="list-style-type: none"> Подготовить (если нужно) и зарегистрировать Проспект эмиссии (формат и требования к открытости в соответствии с Пост. 19, Прил. 3,4,5) Раскрыть информацию, содержащуюся в Проспекте Зарегистрировать Отчет о результатах эмиссии ценных бумаг (Прил. 6) Раскрыть информацию, содержащуюся в Отчете) 	Отвечает требованиям инвесторов к следованию требованиям законодательства и полной открытости	Финансовым консультантом/Ведущим менеджером эмиссии и компанией	Весь процесс занимает 3-6 месяцев	Гонорары финансовых консультантов различны, но оплата по согласованию с ними может быть включена в гонорар за размещение.
Изменить Устав, зарегистрировать изменения в Уставе	Устав должен отражать изменения в размере Уставного капитала	Общее собрание или Совет директоров на основании Устава		
Подготовка печатных материалов: <ul style="list-style-type: none"> Проспект эмиссии Предложение о продаже Устав 	Информирование инвесторов в соответствии с требованиями Постановления 19	Финансовым консультантом/Ведущим менеджером эмиссии, компанией и издательством.	Весь процесс занимает 3-6 месяцев Предложение о продаже должно быть закончено перед выпуском, поскольку оно будет содержать информацию о ценах	Гонорары финансовых консультантов различны, но оплата по согласованию с ними может быть включена в гонорар за размещение. Зависит от контракта с типографской фирмой
Ценообразование: Определение приемлемой рыночной цены (используя комбинацию различных методик, включая сравнение с близкими компаниями и т.д.)	Необходимо определить цену на акции, которая была бы воспринята рынком для привлечения как можно большего количества средств	Финансовым консультантом/Ведущим менеджером эмиссии и компанией.	Незадолго до начала размещения	Часть обязанностей консультанта как Ведущего менеджера

120

Как?

Шаг 3: Проведение мероприятий по размещению эмиссии

Что ?	Почему ?	Кем ?	Как долго ?	Сколько стоит ?
Продать акции	Вытекает из цели размещения	Ведущий менеджер и Агенты	определяется успехом размещения	Как правило 5% от стоимости размещенных акций Ведущему менеджеру
Регулировать и регистрировать оплату	Контролировать поток денежных средств от проданных акций	Ведущий менеджер	в течении размещения	входит в вознаграждение Ведущего менеджера
Управлять эмиссионным счетом	Контролировать и удостоверить правильную передачу прав собственности на продаваемые акции	Регистратор	в течении размещения	Согласно контракту с Регистратором
Опубликовать "надгробный камень" ³ в центральных газетах и специализированных изданиях	играют роль рекламы эмитента и представляют необходимую информацию участникам рынка и инвесторам	Финансовым консультантом/Ведущим менеджером эмиссии	после выпуска акций	Согласно контракту с газетами

³ Копию "надгробного камня" Торгового Дома ЦУМ можно найти в конце этого текста. Данные понятия также обсуждаются в статье Виктора Каретникова "Новый выпуск акций по-американски" *Деловой Экспресс*. 18 февраля 1997. Москва (Приложение 8).

ТД ЦУМ

Темы для обсуждения

Сейчас 1997 год, но ситуация абсолютно такая же как она была в середине мая 1996 года.

Ваша команда играет роль Совета Директоров ТД ЦУМ. Заседание Совета созвано с целью избрать нового Председателя Совета и, затем закончить выработку плана финансирования предстоящих расходов компании - 24 миллиона долларов США на период 1997- 1998 годы, в соответствии со сметой, подготовленной строительной компанией - подрядчиком на выполнение строительных работ. Совет уже принял решение привлечь половину требуемой суммы чрез выпуск новых акций.

Пожалуйста:

- Определите необходимые шаги для реализации выбранного Вами способа привлечения капитала - выпуска новых акций (требуемые, с точки зрения корпоративного управления, шаги для правильного одобрения и выполнения ваших рекомендаций - процедуры необходимые для государственной регистрации и требований открытости).
- Будьте готовы определить процедурные шаги или рекомендации со ссылками на текущее законодательство.
- Подготовьте повестку дня для очередного Общего Собрания, если это необходимо.
- Определите предмет для совместной работы с вашим финансовым консультантом (маркет-мейкером).

Пожалуйста, сделайте если это необходимо, обоснованные предположения о любой информации о компании или других материалах, которые не предоставлены.

122

“Торговый Дом ЦУМ”¹

ХАРАКТЕРИСТИКИ РОССИЙСКИХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ²

Введение

Отрасль: розничная торговля
Уставной капитал: около 90 млрд.руб.
Число занятых: 2.492

Характеристики:

Площадь : 160 тыс. кв.м

Основная сфера деятельности эмитента: торговля.

Основное здание Торгового Дома ЦУМ расположено в самом центре Москвы между Большим и Малым театрами - в самой посещаемой части исторического центра. Здание выходит на улицы Петровка (ныне улице возвращено историческое название Каретный ряд), Кузнецкий мост и Неглинка, всего в нескольких минутах ходьбы от станций метро “Охотный ряд”, “Кузнецкий мост”, “Лубянка” и “Театральная”, через которые в день проходит около 3,5 миллионов человек.

Несмотря на то, что ТД ЦУМ находится посередине торговой зоны центра Москвы, он не имеет конкурентов среди подобных себе магазинов, т.к. ТД ГУМ находится довольно далеко от него по европейским меркам и также нуждается в реконструкции и, что более важно, является более дорогим магазином. “Детский Мир” в силу своей специфики не является конкурентом и наиболее обветшалый и нуждающийся в реконструкции. Строящийся торговый комплекс “Манежная площадь” будет состоять из чрезвычайно дорогих магазинов для очень состоятельных людей. Рядом расположенный ТД “Петровский Пассаж” также ориентирован на состоятельных покупателей.

ТД ЦУМ выбрал ориентацию на покупателей среднего класса. Вследствие политики средних цен, выбранной компанией, торговая наценка в 1994-96 гг. составляла 18-20%. По общепринятым стандартам такая наценка является минимальной. Так, в ТД ГУМ согласно отчету общества за 1995 г. она составляла 25,9%.

История ТД “ЦУМ”

Торговый Дом “ЦУМ” является достойным продолжателем своей истории, насчитывающей уже более 100 лет. Магазин “Мюр и Мерилиз” был открыт в Москве в 1885 г. известной оптовой одноименной фирмой, основанной выходцами из Шотландии Арчибальдом Мерилизом и Эндрью Мюром. Первый магазин (дамских шляп) находился на углу Кузнецкого моста и Петровки (в “доме Хомякова”). Этот магазин и по сей день находится в составе ТД ЦУМ. В том же году фирма купила здание для магазина на Театральной площади, на месте

¹ Настоящий текст был подготовлен компанией CFED по состоянию на декабрь 1996 года с использованием материалов базы данных АК&М, материалов компании “Скейт Пресс” и на основе материалов подготовленных компанией “ОЛМА”.

² Настоящий текст был подготовлен компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к Приложению! “Некоторые термины рынка капитала” во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

123

сегодняшнего магазина ЦУМ. Было решено создать здесь крупный универсальный магазин, наподобие лондонского "Уайтли" или парижского "Бон Марше".

Уже в 1889 г. в магазине насчитывалось 25 отделов. Это был первый в России большой универмаг, и он оставался таковым до самой революции. В 1892 г. в магазине произошел пожар, последствия которого, однако, были быстро ликвидированы.

После опустошительного пожара 1900 г. магазин сгорел полностью. Новое здание было решено построить на том же месте. Проект нового семиэтажного здания разработал известный архитектор Р. Клейн. Впервые в России при строительстве была использована техника применения железобетона, что позволило за счет более тонких стен значительно увеличить торговые площади. Новое здание привлекло всеобщее внимание и было признано архитектурным шедевром.

Новый магазин был открыт на Рождество в 1908 г. и вызвал огромный интерес благодаря новизне технического оснащения (здесь впервые в России применялись скоростные пассажирские лифты), европейскому комфорту и красоте оформления залов. В 1907 магазин стал акционерным обществом (закрытого типа по современной терминологии). Было выпущено 3 000 акций стоимостью 1000 рублей каждая, которые были распределены среди членов семей Мюр и Мерилиз. Последнее решение об увеличении уставного капитала было принято 25 октября (7 ноября) 1917 г., однако оно, по понятным причинам, не состоялось.

В 1908-1917 гг. оборот нового магазина и размах деятельности фирмы в целом быстро росли. В 1913 г. в магазине было 80 отделов, как в крупнейших лондонских универмагах. По уровню товарооборота и оснащению торговых залов "Мюр и Мерилиз" не уступал таким магазинам, как "Харродс". Чистая прибыль магазина в 1913 г. составила 1 миллион рублей, а в 1915 превысила 1,5 миллиона рублей (30 миллиардов рублей в современных ценах, т. е. в 2 раза больше, чем в 1995 г.).

Осенью 1918 г. магазин был разграблен, а в ноябре национализирован. "Строение N 2" из стекла и бетона было пристроено в 70-е годы и находится в собственности общества.

Приватизация

Приватизация осуществлялась по второму варианту льгот.

В декабре 1995 года Правительство Москвы приняло постановление об изменении плана приватизации АООТ "Торговый дом ЦУМ". Этот шаг был предпринят для развития ЦУМа за счет привлечения передовых технологий и осуществления реконструкции его торговых площадей без закрытия магазина. Документ предусматривает в частности, увеличение доли правительства Москвы в уставном капитале АООТ "Торговый дом ЦУМ" до 24,5%. Увеличение произошло за счет взноса в уставный капитал АО стоимости основного здания ЦУМа общей площадью 17,66 тыс. кв. м. Правительством Москвы было поручено в этой связи Управлению государственного контроля за охраной и использованием памятников истории и культуры города заключить с АО охранно-арендный договор на 49 лет на старое здание универмага. Предполагается также, что до 70% от суммы арендных платежей АО будет направлять на реконструкцию и капитальный ремонт здания в течение 5 лет со дня подписания договора. В то же время правительство Москвы постановило исключить из плана приватизации

129

ЦУМа несколько филиалов универмага, стоимость которых была включена в уставный капитал АО.

Финансовые показатели деятельности ТД ЦУМ

	1993 млн. руб.	1994 млн. руб.	1995 млн. руб.
Валовый доход	6.304	24.843	53.455

1995 год "ТД ЦУМ" сумел завершить с чистой прибылью 13,5 млрд. рублей, причем товарооборот 1995 (в долларах) превысил товарооборот 1994 г. почти на 70%.

Несмотря на финансовые трудности 1995 г., прибыль на акцию (EPS) выросла в 4 раза. Общество регулярно платит дивиденды, к примеру, по итогам 1994 года они составили 1000 процентов годовых, за 1995 год ожидаются на этом же уровне.

Открытость

Начиная с 1995 года по рекомендации финансового консультанта ЦУМа компании "ОЛМА" была начата компания по расширению открытости компании. Стала более доступной акционерам финансовая информация общества.

Все важнейшие вопросы жизни общества решаются на заседаниях Совета Директоров, который собирается раз в месяц, а в период подготовки Общего Собрания практически каждую неделю.

Для информирования потенциальных инвесторов, обществом были выпущены буклеты, включающие в себя:

- Устав и Проспект эмиссии.
- Предложение к продаже 30.000.000 акций.

Все эти документы дают полное представление о компании, ее структуре, менеджменте, финансовом положении и бизнесе и не могут не вызывать у инвесторов доверие и мотивировать их на приобретение акций общества.

Общество опубликовало в газете "Финансовые Известия" большое и бросающееся в глаза объявление о публичной продаже акций. Это также, несомненно сыграло свою роль в успешном размещении акций.

Отношения с акционерами

Менеджеры Общества совместно с компанией "ОЛМА" стараются поддерживать курс акций на вторичном рынке. Следует отметить, что администрация Общества, в отличие от многих других российских акционерных обществ не является держателем крупных пакетов акций.

Благодаря проводимой политике открытости, руководство компании пользуется поддержкой приблизительно 90% голосов присутствующих на собрании акционеров.

Так на собрании 11 июня 1996 года все решения, включая важнейшие были приняты 99% голосов.

125

Собрания акционеров

28/12/95 : Прошло чрезвычайное собрание акционеров. Были приняты следующие решения: принять к сведению информацию о ходе выполнения решений годового собрания акционеров и одобрить основные направления и перспективы развития АО "Торговый дом ЦУМ" и информацию об итогах аудиторской проверки финансово-хозяйственной деятельности, назначить Генеральным директором г-на Воскобойникова А.С., увеличить численный состав Ревизионной комиссии до пяти человек, утвердить новую редакцию Устава АО "Торговый дом ЦУМ".

11/06/96 : Прошло собрание акционеров по итогам 1995 года. Принято решение увеличить УК с 119.315 млн.руб. до 59 млрд. 657 млн. 500 тыс. руб. и номинал акции до 1000 руб. в связи с переоценкой основных фондов; выплатить дивиденды в размере 20 руб. на одну ак(2).

Увеличение уставного капитала было проведено в соответствии с требованиями Письма Минфина РФ №14 от 07.02.04 "О некоторых вопросах оценки стоимости имущества приватизируемых предприятий, порядке изменения размера уставных капиталов акционерных обществ в связи с переоценкой основных фондов на 01.01.94". Это свидетельствует о стремлении общества защитить интересы своих акционеров до размещения на рынке новой эмиссии акций.

Информация о выпусках ценных бумаг

История присутствия акций ЦУМа на фондовом рынке ведет отсчет с 13 августа 1994 года, когда состоялся чековый аукцион. Уже 25 августа 1994 по данным агентства АК&М были зафиксированы первые котировки акций ЦУМа. В январе 1996 года акции ЦУМа были включены в расширенный список эмитентов, входящих в листинг Российской Торговой Системы. Это сразу же привело к расширению торговли и росту котировок. Однако решающее влияние на рост котировок оказала новость о том, что на собрании акционеров 11 июня 1996 стали известны финансовые показатели деятельности АО, было объявлено о предстоящей модернизации ЦУМа. И было принято решение об увеличении номинала акции до 1.000 руб. В настоящее время акции компании входят в число наиболее ликвидных российских акций, уступая только "голубым фишкам".

30 июля 1996 года Департамент финансов Москвы зарегистрировал увеличение уставного капитала АО "Торговый дом "ЦУМ" с 119,3 млн. руб. до 59.7 млрд. руб. за счет изменения номинальной стоимости акций с 2 руб. до 1.000 руб. (общее количество акций ЦУМа не изменилось); итого выпущено обыкновенных акций (номинал 1.000) - 59.657.500 шт. Решение об увеличении уставного капитала в связи с переоценкой основных фондов было принято собранием акционеров компании 11 июня 1996 года. Согласно проспекту эмиссии предприятия акции нового выпуска будут распределены между акционерами предприятия пропорционально доле их участия в уставном капитале АО, а акции старого выпуска должны быть аннулированы.

6 сентября 1996 года Департамент финансов Москвы зарегистрировал третий выпуск обыкновенных именных акций АО "Торговый дом "ЦУМ" общим объемом 30.000.000 шт. номинальной стоимостью 1.000 руб. каждая.

Средства от эмиссии пойдут на финансирование реконструкции АО "ЦУМ", которую предполагается закончить к 850-летию Москвы.

В результате эмиссии уставный капитал ЦУМа увеличился на треть и теперь составляет почти 90 млрд. руб. Причем, по оценкам гендиректора "ОЛМА" Олега Ячника, сейчас около 30% в уставном капитале торгового дома принадлежит иностранным инвесторам. Поэтому не исключено, что именно они купили основной объем выпущенных в октябре ценных бумаг.

К концу 1996 года ЦУМ полностью разместил все 30 млн. обыкновенных именных акций третьей эмиссии. Размещение акций началось 1 октября. Функции ведущего менеджера и финансового консультанта проекта выполняла инвестиционная компания "ОЛМА". Агентом по размещению был банк "Societe Generale Vostok".

Акционерами ЦУМа стали 14 финансовых институтов из Бельгии, Великобритании, Гонконга, США, Франции, Швейцарии и Швеции. Пакеты, превышающие 5% от уставного капитала, имеют лишь два-три фонда. К числу таких сравнительно крупных покупателей относится, в частности, фонд "Millenium".

Акции третьей эмиссии ЦУМа приобрели и 10 российских компаний, среди которых Агропромбанк, Юнибестбанк, а также специализированный инвестиционный фонд "Энергия". Что же касается физических лиц, то на их долю приходится около 1% в уставном капитале. В последнем размещении принимали участие в общей сложности 500 частных инвесторов. Однако большинство из них ранее не являлось акционерами ЦУМа.

Цена размещения акций вдвое превышала номинал и составила - 2 тыс. руб., и реально ОАО получило 60 млрд. руб.

1 января 1996 года отношение P(цена акции)/E было равно всего 1,68, что свидетельствовало о недооценке акций "ТД ЦУМ" на вторичном рынке и очень высоким потенциале роста курса. Уже к августу 1996 P/E стало равным 5,5 что приблизительно совпадает с P/E ТД ГУМ. Для магазинов такого класса на западе характерно P/E 15-20, таким образом у курса акций есть еще большой потенциал роста, о чем косвенно свидетельствует и низкое соотношение P/S (Цена акции к продажам), которое в три раза меньше чем у ГУМа и более чем в 6 раз меньше чем, у западных универмагов.

Дивидендная история

Год	Размер дивидендов (рубли и процент к номиналу)
1993	4 (200%)
1994	20 (1.000%)
1995	20 (1.000%)

Регистраторы

Регистратор АО "ЦУМ" - АООТ "Московский Фондовый Центр"

Большие проекты и программа модернизации

Согласно постановлению правительства Москвы "Торговый дом ЦУМ" включен в список первоочередных объектов, которые должны быть реконструированы к празднованию 850-летия города Москвы. Недавно был подписан договор, в соответствии с которым инвестиционная фирма "ОЛМА" стала финансовым консультантом АООТ "ТД ЦУМ".

127

В последние три года в ЦУМе неоднократно проводилась реорганизация, ремонт помещений и реструктуризация. К сожалению, дальнейший прогресс "ТД ЦУМ" по пути превращения его в крупный современный супермаркет западного образца тормозится целым рядом обстоятельств. Общая площадь зданий составляет около 30.800 кв. м. Торговые площади (их суммарный размер составляет 9.300 тыс. кв. м, т.е. немногим более 30%) распределяются между первым и вторым зданиями, причем вследствие архитектурных особенностей большая часть возможных площадей оказывается незадействованной или же тратится на лестницы, переходы, коридоры и, таким образом, не участвует в торговом обороте: Связь между первым и вторым зданиями имеется лишь на одном этаже, ввиду чего покупатель обычно посещает лишь одно из зданий. По состоянию на 1 июля 1996 года торговые площади самого ТД ЦУМ занимают 38% общей торговой площади, т.е. 3.532 кв. м. На таком пространстве невозможно создать современный универмаг с широким ассортиментом товаров. Необходимо учитывать, что поддержание универмага в работоспособном состоянии требует вложения средств в размере приблизительно 10% чистой прибыли.

Наличие большого количества самостоятельных фирм-арендаторов, которые независимо проводят свою торговую политику, привело к тому, что одни и те же товары, причем в совершенно различных и случайных комбинациях, продаются в разных отделах.

После многочисленных реконструкций и переделок в магазин ведут более десяти входов со всех сторон, однако все они довольно узкие, малозаметные и неудобные для прохода. В то же время нет ни одного центрального входа, где покупатель мог бы сразу ознакомиться с планом магазина и расположением торговых секций.

Совершенно очевидно, что накопившиеся проблемы не могут быть решены мелкой реорганизацией, косметическим ремонтом или перестановкой торговых секций. Как показывает уже имеющийся опыт, такой подход приводит только к распылению средств и окончательной потере единообразного облика. Для превращения "ТД ЦУМ" в современный супермаркет, в котором покупатель мог бы приобрести весь спектр товаров с минимальными затратами времени и максимальными удобствами, необходима коренная реконструкция магазина.

В конце 1995 - начале 1996 гг. "ТД ЦУМ" провел открытый международный тендер на проектирование реконструкции и ее осуществление. В тендере участвовало несколько зарубежных и российских фирм.

По итогам конкурса победителем, представившим наиболее выгодные условия, признана фирма "ReDesign Einrichtung GmbH" (Германия). Этот выбор был одобрен департаментом торговли и утвержден правительством Москвы, назначившим фирму "ReDesign Einrichtung GmbH" официальным подрядчиком реконструкции "ТД ЦУМ".

Фирма "ReDesign Einrichtung GmbH" является одной из наиболее известных в Германии и во всей Европе проектно-строительных организаций, специализирующихся на переоборудовании и переоснащении больших универмагов. Фирма участвовала в реконструкции крупнейших немецких супермаркетов (Hertie, Karstadt, Oberpaur, KDW) и крупных специализированных универмагов (Neckermann, Ricard, Inter).

Проект предусматривает расширение площади первого этажа за счет застройки пространства под козырьками, перекрытие прохода между Неглинной и Петровкой и соединение 1-го и 2-го строений в единый комплекс. С 3-го и 4-го этажей будут выведены офисы, а освободившееся пространство пойдет под

128

торговые площади. Частичный вывод офисных помещений с 5-го этажа и открытие на их месте торговых залов, перекрытие актового зала на 5-м этаже и его переоборудование под демонстрационный зал, а также некоторые другие улучшения позволят существенно увеличить "кпд" ЦУМа.

Суммарная стоимость реконструкции согласно плану договора составляет \$20 миллионов.

Фирма "ReDesign Einrichtung GmbH" согласна вести переоборудование без остановки торговли, что позволит свести к минимуму потери в текущей прибыльности. Срок завершения проекта - 1 июля 1996. В результате реконструкции, которую планируется завершить в сентябре 1997 года, торговые площади ЦУМа увеличатся на 63%.

Предусматривается, что после реконструкции универмаг будет выгодно отличаться своей ценовой политикой от таких дорогих супермаркетов, как "Петровский Пассаж", "Родити", "Арбатский дом" и др., и должен быть доступен средним слоям общества. В универмаге можно будет совершать повседневные покупки всего спектра товаров, и это позволит покупателям экономить не только деньги, но и время. Таких универмагов в настоящее время нет не только в центре Москвы, но и во всей России.

29 января 1997 года состоялось торжественное открытие после реконструкции 5-го этажа ЦУМа. Первый этап реконструкции обошелся ЦУМу в \$6 млн. из которых \$5 млн составили собственные средства АО, а остальные - привлеченные кредиты, в том числе средства компаний-арендаторов, торгующих на площадях ЦУМа.

Дополнительно вводятся в эксплуатацию около 2,5 тыс. кв. м. торговой площади, где разместятся секции различных товаров: аудио-видео товары, бытовая техника, игрушки, электроосветительные приборы, сувениры, канцтовары. В настоящее время идет реконструкция 4-го этажа ЦУМа, который планируется открыть в марте 1997 года. После реконструкции здесь будут продаваться посуда, ковры, ткани, пряжа и другие товары для дома.

Реконструкцию ЦУМа планируется завершить полностью к празднованию 850-летия Москвы.

Выпуск АДР I уровня

В планы ОАО на 1997 год входит также выпуск АДР. С этой целью инвестиционный консультант общества АООТ ОЛМА в настоящее время заканчивает подготовку документов, которые планируется подать в Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам США (SEC) уже в марте 1997 года. На сегодняшний день вопрос о выборе западного финансового консультанта, который займется размещением АДР, и банка-депозитария пока окончательно не решен.

Аудит

Аудитором общества является компания "Алекс-Аудит".

129

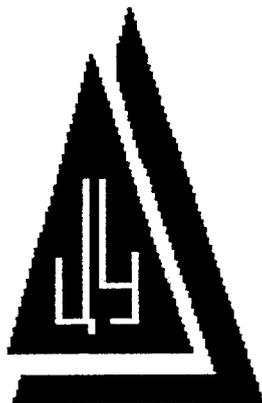
**Открытое Акционерное Общество
Торговый Дом ЦУМ**

**Устав
Проспект эмиссии**

**и другие документы
по эмиссии обыкновенных
именных акций третьего выпуска**

130





"Торговый дом ЦУМ"

Открытое Акционерное Общество
"Торговый Дом ЦУМ"

Зарегистрировано Московской Регистрационной Палатой 17 декабря 1992г.,
регистрационный номер 20221

Предложение о продаже

30 000 000

(тридцать миллионов) обыкновенных именных акций
номинальной стоимостью 1000 рублей
по цене 2000 рублей за каждую акцию

Проспект эмиссии зарегистрирован
Министерством финансов Российской Федерации
06 сентября 1996 года за № МФ 73-1-01391

*Ведущий менеджер -
Акционерное Общество Открытого Типа
Инвестиционная Фирма ОЛМА
Агент по размещению
Banque Société General Vostok*

Одобрено Советом Директоров ОАО "ТД ЦУМ" 10 сентября 1996 г.

131

December 1996

All of these securities having been sold, this announcement appears as a matter of record only

New Issue



30,000,000 Shares

TsUM Trading House

Common Stock

Lead Manager

OLMA Investment Company

Placing Agents



INVESTMENT COMPANY



BANQUE SOCIETE GENERALE VOSTOK

132

“Хлебный Дом”¹ **Новая эмиссия акций**

- Кто?** Руководители средних предприятий, которые хотят привлечь капитал за счет новой эмиссии акций
- Что?** Пример правильного управления АО и раскрытия информации в контексте привлечения нового капитала
- Когда?** Минимально 6 месяцев, начиная с сегодняшнего дня
- Где?** Внутри АО и на рынке
- Зачем?** Чтобы привлечь новый капитал для расширения предприятия и развития деятельности
- Как?** Проводить правильную политику управления АО, соблюдать правила раскрытия информации, обеспечивать соблюдение прав акционеров

¹ См. Приложение 1 “Некоторые термины рынка капитала.” Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями

133

“Хлебный Дом”

Новая эмиссия акций - План (второе полугодие 1995 г.)

Новая эмиссия акций повлекла за собой установление новых требований раскрытия информации для компаний в Санкт-Петербурге
31 августа 1995 года, “Хлебный дом”, самый крупный хлебозавод г. Санкт-Петербурга, объявил о начале эмиссии акций. Предложение составило 13.818.192 обыкновенных акции по цене для инвесторов 1.125 рублей ($13.818.192 \times 1.125 = 15.545.466$ тыс.)

Информационный меморандум содержал данные о компании “Хлебный дом” такого уровня, которые ни одна Санкт-петербургская компания до этого не раскрывала. Новая эмиссия обусловила собой создание концепции “прозрачности” финансовой информации и данных о руководстве компании, предоставив российской общественности все возможности принять определенное решение по поводу инвестирования в акции вновь появившегося предприятия.

Инвестирование в модернизацию и развитие новой продукции

Выручку от продажи акций планировалось использовать на замену имеющихся печей, улучшение качества продукции, расширение ее и без того большого ассортимента и дальнейшее развитие маркетинговой деятельности.

Предложение создано так, чтобы завоевать максимально возможное число акционеров

“Мы хотим, чтобы у “Хлебного дома” появилось большое число акционеров, которые бы были информированы о деятельности компании, её финансовом состоянии и перспективах на будущее. Мы хотим, чтобы наши акционеры четко представляли себе, во что они вкладывают деньги, и мы не хотим давать пустых обещаний”, - заявил председатель “Ленстройматериал”, брокерской фирмы, возглавившей эмиссию.

Источник: Пресс-релиз компании “Хлебный дом”, 31 августа 1995

Цель

“Одной из целей предложения “Хлебного дома” является возможность продемонстрировать другим преуспевающим российским компаниям, как они могут привлечь новый капитал за счет предоставления общественности информации о себе. Я надеюсь, что мы сможем указать дорогу другим компаниям,” - Бритиш Ноу Хау Фанд

Источник: Москову Таймз, 1 сентября 1995

Институциональные инвесторы в России

На практике, основными покупателями акций будут скорее институциональные, чем частные инвесторы. Акции будут предложены к продаже в Санкт-Петербурге и других городах. Акции нацелены только на российских инвесторов.

Источник: Москову Таймз, 30 августа 1995

139

“Хлебный Дом”
Новая эмиссия акций - Результат

Спрос на продукцию компании значительно вырос за счет того, что она ввела в действие новые мощности.

Впервые международное сообщество обратило внимание на “Хлебный дом” в сентябре 1995 года, когда компания успешно разместила 23% своего акционерного капитала или 13.818.182 акции среди различных институциональных инвесторов. Эмиссия была размещена следующим образом:

- 72% Российские банки (включая Промстройбанк, Банк “Санкт-Петербург” и банк “Петровский”)
- 15% Инвестиционные фонды
- 9% Индивидуальные инвесторы
- 4% Брокеры.

Источник: “Скейт Пресс”, “Акции ведущих компаний”, 1 ноября 1996

155

“Хлебный дом”
Основные финансовые показатели

	1993	1994	3 месяца 1995
Доход (млн. Рублей)			
Валовая прибыль	7.463	35.830	14.659
Чистый доход	886	6.239	1.799
Коэффициент прибыльности	11,87%	17,41%	12,27%
Показатели балансового отчета (млн. рублей)			
Текущие активы	1.294	6.416	9.448
Дебиторская задолженность	269	806	2.058
Долгосрочные активы	191	2.604	6.190
Итого активов	1.485	9.020	15.638
Краткосрочные обязательства	856	1.804	3.454
Кредиторская задолженность	726	1.320	3.085
Долгосрочные обязательства	0	846	871
Итого обязательств	856	2.650	4.325
Акционерный капитал	629	6.370	11.313
Текущие активы/краткосрочные обязательства	1,5	3,6	2,7
Итого обязательств/Акционерный капитал	1,4	0,4	0,4
Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию	продаж не было	продаж не было	продаж не было

Источник: “Скейт Пресс”

Как?

Продemonстрировать свою готовность к проведению правильной политики управления АО, соблюдению требований раскрытия информации, открытости и уважению прав акционеров
Информационный меморандум - Содержание

Факторы риска

Торговля и стоимость акций компании
Политические и экономические риски
Бухгалтерский учет и аудит
Права акционеров
Регистрация
Налогообложение

Характеристика компании

Введение
История
Продукция
Производство
Земля, мощности и оборудование
Рынки, сбыт, запас и распределение
Затраты на производство, сырье и энергоресурсы
Конкуренция
Охрана окружающей среды и контроль загрязнения
Контроль качества, исследования и разработки
Торговые марки, торговые знаки, патенты и лицензии
Страхование
Ценообразование и налогообложение
Капиталовложения
Финансы
Судебные тяжбы и иски
Инвестиции
Совет директоров и правление
Работники
Акционеры
Будущая стратегия и использование денежных поступлений

Обоснование финансовой информации, приводимой в информационном меморандуме

Ответственность за подготовку финансовой информации
Финансовая информация, заверенная аудитором за три года до 1 января 1995 года и три месяца, заканчивающихся 1 апреля 1995
Анализ финансовой информации, заверенной аудитором
Финансовые данные по компании

Общая информация

Компания и её уставной капитал
Описание акций
Общие собрания
Структура управления
Деятельность Совета директоров

Предложение

Структура продаж
Комиссионные к оплате
Процедуры подачи заявления
Статус информационного меморандума
Применяемые законы

Приложение

Мнение аудиторской фирмы "KPMG"
Резюме членов совета директоров

137

Комментарии и цитаты

Значительное достижение на пути к раскрытию информации и достижению "прозрачности" эмитента.

Четкое раскрытие структуры АО и его управления - в преддверии принятия нового закона об акционерных обществах.

- Общее собрание акционеров как высший орган управления АО
- Избрание и роль совета директоров
- Назначение генерального директора
- Роль правления
- Положения устава, относящиеся к разрешению конфликтов интересов.

Деятельность Совета директоров

"Совет директоров обязуется управлять делами компании добросовестно и компетентно. Даже, если эти нормы управления не оговорены в Уставе или не определены законодательно, Совет директоров обязуется их соблюдать."

Права акционеров (обеспечение соблюдения прав акционеров - одно из начинаний Совета директоров)

"Компания будет одинаково относиться ко всем акционерам и не будет ставить интересы одного акционера или определенной группы акционеров выше интересов остальных. В процессе осуществления руководства компанией директора будут учитывать интересы акционеров, не имеющих контрольного пакета акций".

138

Хлебный Дом Темы для обсуждения

В 1995 году Хлебный Дом привлек 15.545.466 тысяч рублей, разместив через публичное предложение выпуск акций, равный 23% своего акционерного капитала, который почти полностью был приобретен институциональными инвесторами. В обращении находятся 60.000.000 акций, большая часть которых принадлежит менеджерам. Сделки с ними регистрируются редко. Хлебный Дом планирует выпустить и разместить 14 миллионов новых акций. Это может вызвать ослабление контроля менеджеров, в случае если они будут размещены среди сторонних инвесторов. (Торги в начале 1997 года определили рыночную стоимость, приблизительно равную \$20 за акцию; соответственно, продажа 14.000.000 акций принесет приблизительно \$2.800.000 или 16.000.000 тысяч рублей).

Ваша команда представляет Совет директоров подобной компании, нуждающейся приблизительно в таком же объеме капитала.

Пожалуйста обсудите:

- Аргументы “за” и “против” использования частного капитала² а не публичного размещения акций.
- Какими будут нормы корпоративного управления и требования, предъявляемые частным инвестором для обеспечения чистой “стратегии выхода”.

² Под частным инвестором будем понимать инвестора (или небольшое число инвесторов), согласие которого (которых) на приобретение пакета акций получено в результате переговоров (в отличие от открытой подписки). Частное инвестирование более привлекательно, если объем привлекаемых средств меньше тех, которые привлекаются через публичное предложение. Действующий в России частный инвестор будет стремиться просить 10-30% собственности, активное участие в деятельности Совета директоров и возможность выйти из предприятия. Объем инвестиций будет колебаться в пределах \$1-10 миллионов, обычно около \$2 миллионов.

139

ЛУКойл¹

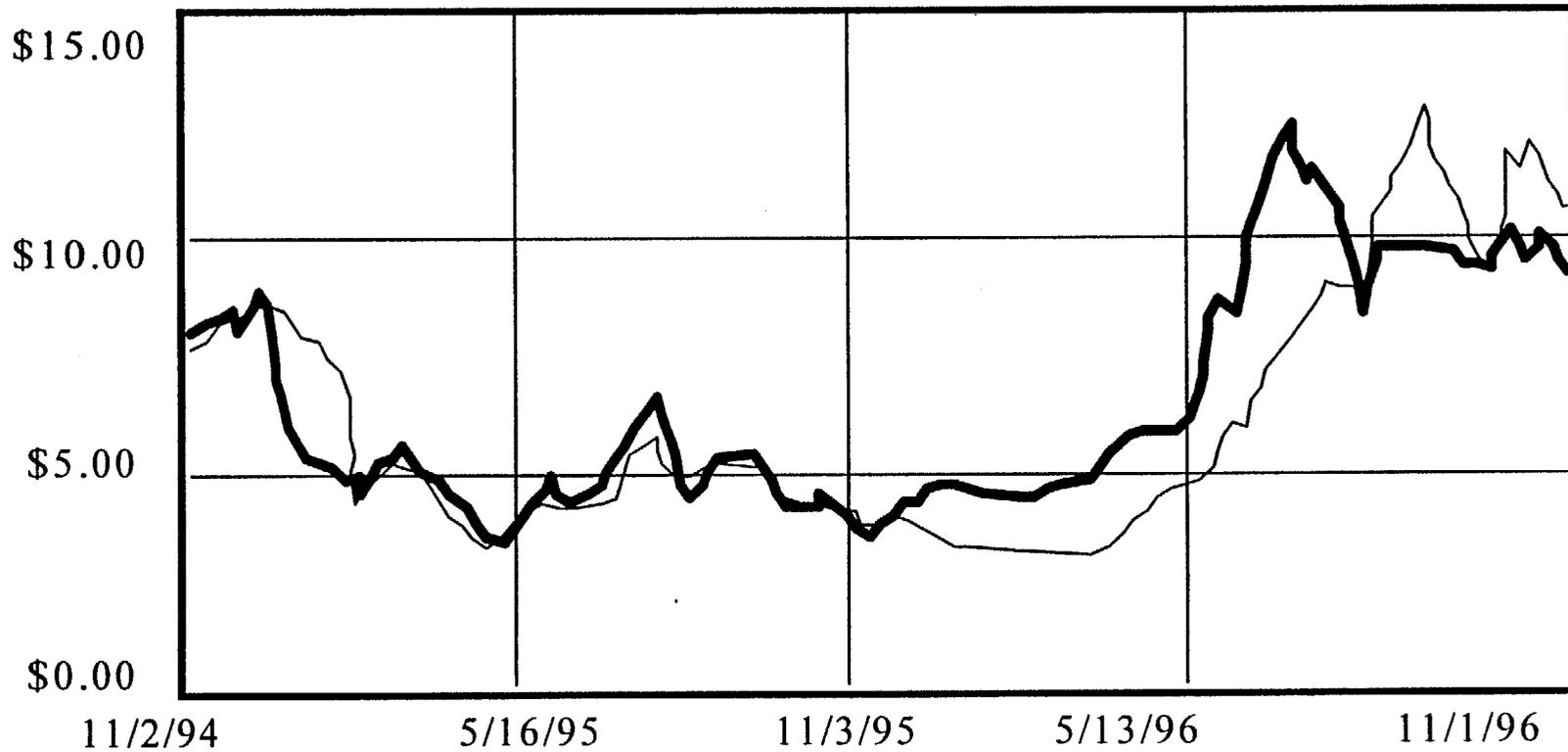
Кто?	Руководители, интересующиеся анализом широкого спектра возможностей привлечения российского и иностранного капитала, которые могут быть использованы крупной и преуспевающей российской компанией
Что?	Преимущества репутации компании с эффективным корпоративным управлением, выполняющей нормы открытости информации и уважающей права акционеров
Когда?	Постоянно
Где?	Внутри АО, в России и на основных рынках капитала
Почему?	<ul style="list-style-type: none">- Потому, что это способствует успешной деятельности на рынках капитала и получению доступа к новым рынкам- Это облегчает проведения текущих и будущих программ финансирования- Это повышает привлекательность для потенциальных прямых инвесторов и партнеров для создания СП
Как?	<ul style="list-style-type: none">- Необходимо принять решение использовать систему эффективного корпоративного управления- Принять решение выполнять нормы "прозрачности эмитента"- Создать репутацию компании, выполняющей требования к открытости информации- Распространять информацию акционерам, прессе, участникам рынка ценных бумаг и инвесторам- Следовать требованиям Комиссии по ценным бумагам к раскрытию информации (например, общепринятым стандартам бухгалтерского учета США - ГААП США), а также требованиям к регистрации на Нью-Йоркской фондовой бирже

¹ См. Приложение 1 "Некоторые термины рынка капитала." Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

140

*Сравнительный график движения цены акций Лукойл
и индекса нефтяной и газовой пром-ти (\$США)*

— Лукойл — Индекс нефтяной и газовой пром-ти



**** График подготовлен по материалам "Скейт Пресс"**

141

ЛУКОЙЛ
Основные финансовые показатели

	1994	1995	6 месяцев 1996
Доход (млн.рубл.)			
Валовая прибыль	4.488.000	20.891.000	23.841.000
Чистый доход	683.000	2.404.000	1.774.000
Коэффициент прибыльности	15,22%	11,51%	7,5%
Показатели балансового отчета (млн.рубл.)			
Текущие активы	3.759.000	11.373.000	17.275.000
Дебиторская задолженность	2.751.000	4.008.000	13.783.000
Долгосрочные активы	8.113.000	32.722.000	47.361.000
Итого активов	11.872.000	44.095.000	64.636.000
Краткосрочные обязательства	3.923.000	10.256.000	14.339.000
Кредиторская задолженность	3.480.000	8.883.000	13.373.000
Долгосрочные обязательства	38.000	457.000	847.000
Итого обязательств	3.961.000	10.713.000	15.186.000
Акционерный капитал	7.911.000	33.382.000	50.450.000
Текущие активы/краткосрочные обязательства	0,96	1,11	1,20
Итого обязательств/Акционерный капитал	0,50	0,32	0,30
Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию	20,41X	5,82X	18,89X

Источник: "Скейт Пресс"

142

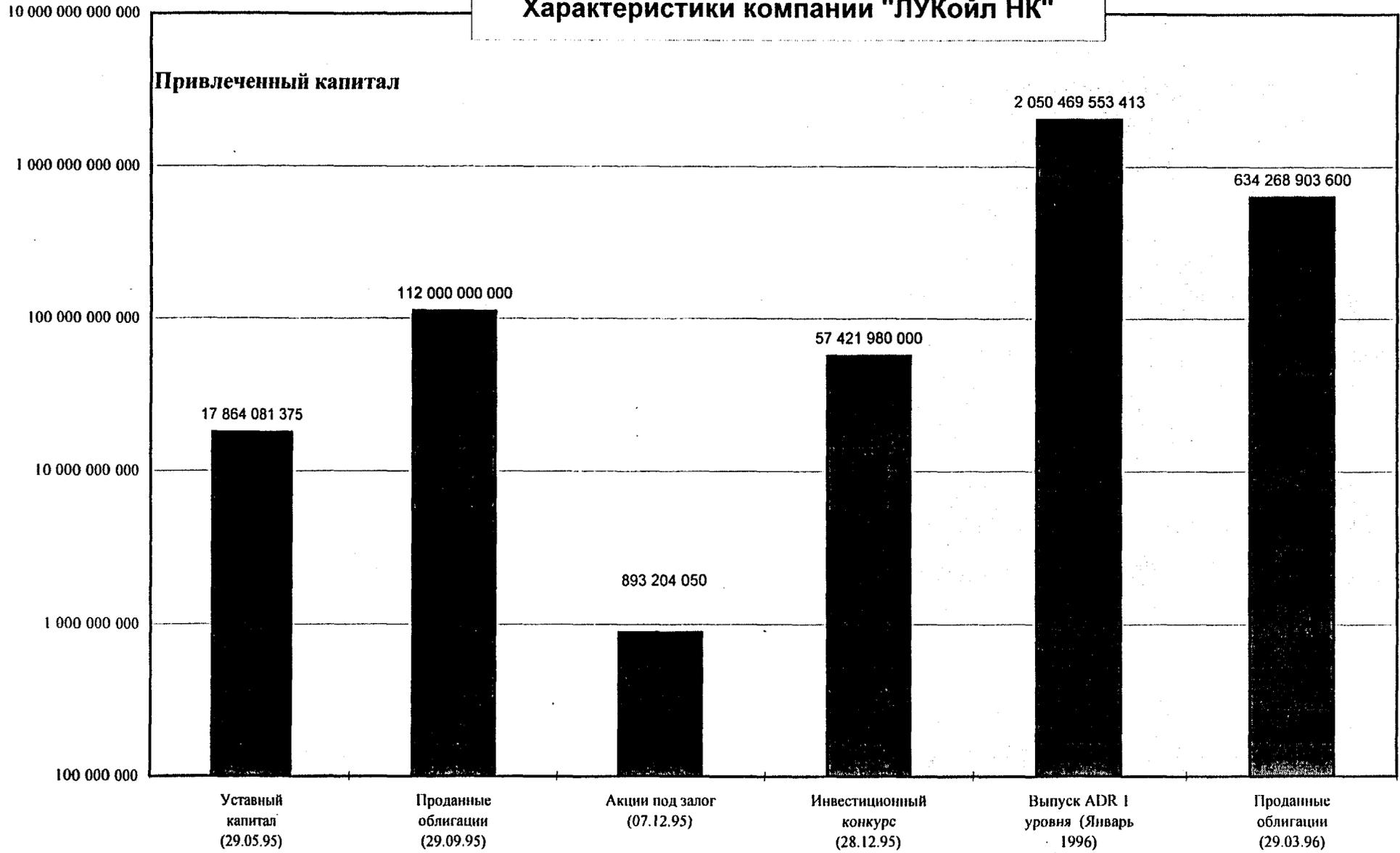
Характеристики компании "ЛУКОЙЛ НК"

История цены акций (US\$)



143

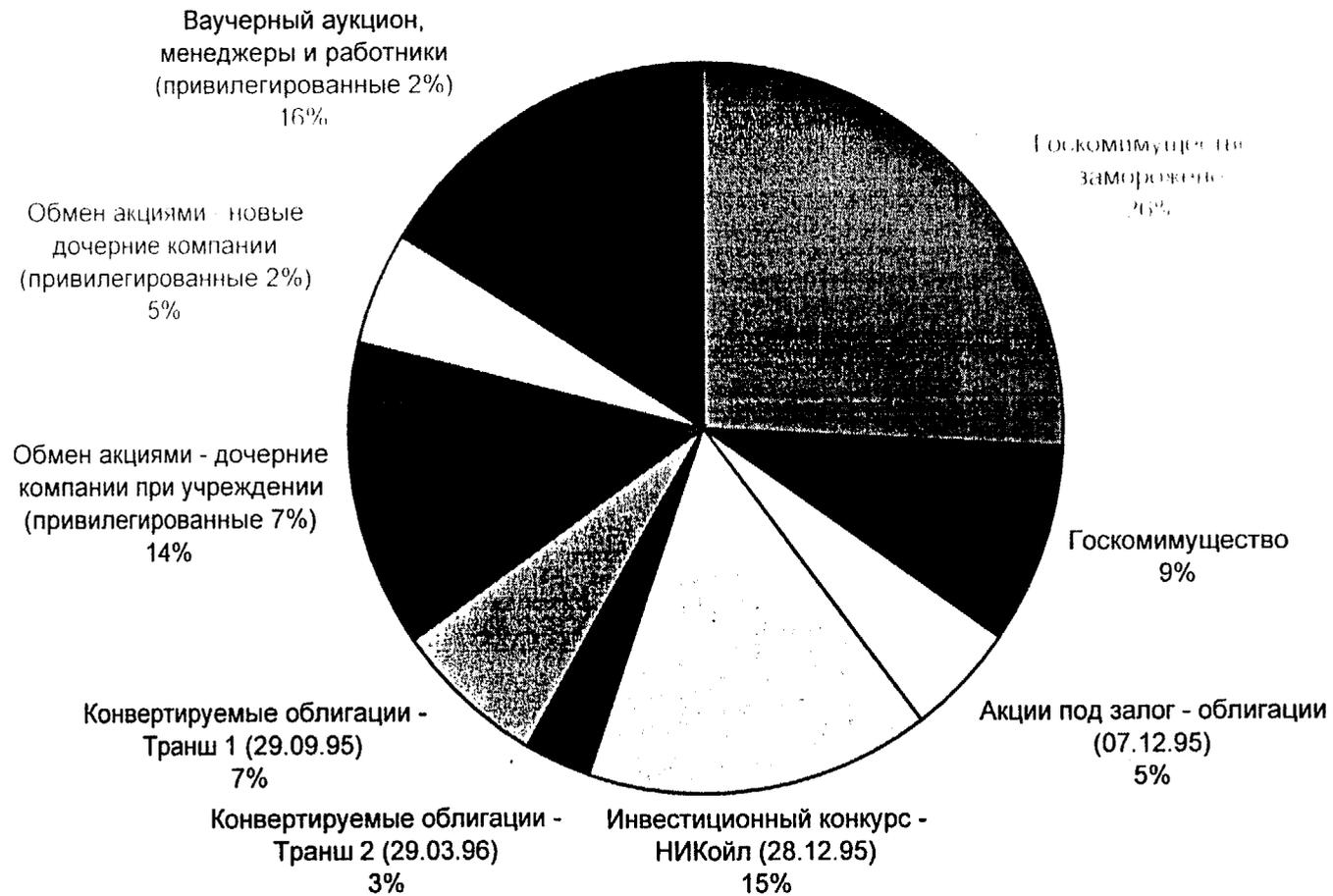
Характеристики компании "ЛУКОЙЛ НК"



143

Характеристики компании "ЛУКОЙЛ НК"

Структура акционерного капитала АО ЛУКОЙЛ



144

ЛУКОЙЛ
Темы для обсуждения

В 1995 году Министерством Финансов РФ был зарегистрирован выпуск ЛУКОЙЛОМ конвертируемых облигаций.

Ваша команда является Советом директоров большого АО, такого как ЛУКОЙЛ. Вы решили разместить новый выпуск конвертируемых облигаций на сумму \$25.000.000. Каждая облигация может быть конвертирована в 100 обыкновенных акций по заявлению владельца облигаций.

Пожалуйста, обсудите с Вашей командой и придите к заключению:

- Какой орган вашего акционерного общества уполномочен принять решение о выпуске конвертируемых облигаций?
- Подготовьте ссылки на соответствующие разделы Закона об акционерных обществах.
- Каково отношение менеджмента к заемным средствам по сравнению с инвестициями в акционерный капитал?
- Почему инвесторы могут предпочесть облигации по сравнению с акционерным капиталом?

145

"ЛУКОЙЛ НК"¹

ХАРАКТЕРИСТИКИ РОССИЙСКИХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ²

Введение

Уставный капитал: 17.864,081 млн.руб.

Число занятых: 82.900.

Нефтяная компания "ЛУКОЙЛ" является в настоящее время крупнейшей интегрированной российской нефтяной компанией и признанным лидером национального фондового рынка. Основной сферой деятельности компании является: разведка, добыча, транспортировка, переработка нефти и газа.

История создания "ЛУКОЙЛА"

1991-1992гг. - создание нефтяного концерна на основе объединения предприятий по добыче и переработки нефти с их дополнением региональными торгово-коммерческими и другими сервисными структурами.

а) Апрель 1993г. - образование АООТ "НК ЛУКОЙЛ" на основе указа Президента о приватизации предприятий. Компании переданы контрольные пакеты акций 3-х нефтедобывающих, 2-х нефтеперерабатывающих, 7-ми региональных сбытовых и 2-х сервисных предприятий.

б) Организационная структура "ЛУКОЙЛА".

Компания контролирует: три крупных нефтедобывающих предприятия; два крупных нефтеперерабатывающих предприятия; семь крупных региональных оптово-розничных предприятия по реализации нефтепродуктов; сорок торговых и сервисных предприятий в тридцати регионах России и 16 странах.

Кроме того, "ЛУКОЙЛ" имеет доминирующие пакеты акций еще в более чем 40 торгово-сервисных и финансовых предприятиях, многие из которых могут в ближайшие годы приобрести дочерний статус или стать филиалами Компании. До середины 1994г. все дочерние предприятия "ЛУКОЙЛА" являлись отдельными центрами прибыли. С лета 1994г. в целях рационализации сбыта и платежей все основные дочерние предприятия временно лишены статуса центров прибыли.

Сервисные и другие дочерние предприятия Компании, являясь юридическими лицами, ведут самостоятельный финансовый учет и ежеквартально представляют учетно-отчетные данные в Компанию.

¹ Настоящий текст был подготовлен компанией CFED по состоянию на декабрь 1996 года с использованием материалов базы данных АК&М материалов компании "Скейт Пресс" и на основе материалов подготовленный самим Акционерным Обществом.

² Настоящий текст был подготовлен компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к Приложению 1 "Некоторые термины рынка капитала" во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

в) Приватизация.

В апреле 1994г. "ЛУКойл" завершил приватизацию дочерних предприятий. Приватизация самой Компании осуществлялась поэтапно:
-этап проведения и завершения ваучерной приватизации;
-этап денежной приватизации;
-этап реализации акций Компании на международном рынке.

г) Взаимоотношения Компании с центральными, региональными и местными властями.

В соответствии с действующим приватизационным законодательством, центральные власти на три года сохраняют пакет акций Компании (45%) в федеральной собственности. На этой основе в Совет Директоров Компании введены представители трех федеральных ведомств.

Государственное воздействие на деятельность Компании осуществляется, главным образом, через федеральное Министерство топлива и энергетики. Для решения отдельных вопросов Компания самостоятельно ведет переговоры в других странах Правительством России и федеральными министерствами. Компания самостоятельно ведет переговоры и заключает соглашения с региональными и местными властями, главным образом, по вопросам получения лицензий на освоение нефтяных месторождений, строительство новых предприятий и других инвестиционных объектов.

д) Соглашения с Правительством о финансировании, в том числе в связи с приватизацией.

Первый тип соглашений связан с финансированием Правительством поставок нефти и нефтепродуктов для государственных нужд. Второй тип соглашений связан с получением Компанией внешних займов от международных банковских организаций или частных фирм и банков. В соответствии с соглашением, Компания получает льготы по дополнительным экспортным квотам для гарантий выплат по займам. Компания не имеет долга, связанного с приватизацией; средства от продажи федерального пакета акций в основном направляются на цели производственного, социального и экологического развития Компании.

Открытость

Компания относится к российским "голубым фишкам". Ее акции пользуются большим интересом на фондовом рынке. Успех компании на российском и международном фондовом рынке обусловлен в первую очередь хорошим корпоративным управлением и высокой степенью открытости.

Постоянно публикуемая информация и текущей деятельности компании, о её новых проектах и публичные выступления высших менеджеров - все это безусловно вызывает доверие и способствует успеху компании в привлечении капиталов. "ЛУКойл" является одной из наиболее приближенных к западному стилю управления компанией. Ее стратегический анализ был проведен силами специалистов консультационной фирмы "McKinsey & Co". "ЛУКойл" также задействовал компанию "KPMG", относящуюся к так называемой "большой шестерке", для проведения аудита своей финансовой отчетности, а фирма "Miller & Lents" закончила независимую проверку западносибирских нефтяных запасов "ЛУКойла". Наконец, "ЛУКойл" стал первой российской компанией, начавшей программу размещения американских депозитарных расписок (АДР) 1-го уровня.

147

Свидетельством стремления компании действовать в соответствии с признанными нормами хорошего корпоративного управления и уважительного отношения к акционерам компании служит факт постоянного публичного освещения всех аспектов деятельности компании, включая как финансовые результаты деятельности так и новые проекты развития бизнеса и объекты инвестиций.

Отношения с акционерами

Периодически публикуемые отчеты о результатах деятельности компании и безупречное выполнение требований действующего законодательства в первую очередь определяют высокую степень доверия инвесторов к корпоративным ценным бумагам "АО ЛУКОЙЛ".

Существенным для акционеров является тот факт, что не существует юридической базы, на основании которой вертикально интегрированные компании могли бы приобрести 100% акций своих дочерних предприятиях путем проведения обмена акций. Нефтяным компаниям это разрешено на основании Указа президента от 1995 года.

Высокая степень интеграции с со старыми дочерними предприятиями

Как и все крупнейшие нефтяные компании, "ЛУКОЙЛ" представляет собой мощный промышленно-финансовый комплекс, объединяющий целую сеть предприятий, занятых различными видами деятельности во многих регионах страны и за рубежом. Компания владеет 46% процентами акций каждой из 10 дочерних компаний. Обмен акций дочерних предприятий на акции АО "ЛУКОЙЛ" к настоящему времени практически полностью завершен.

В настоящее время с участием АО "ЛУКОЙЛ" функционирует более 100 региональных предприятий разных организационно-правовых форм, в 50 из которых компания имеет долю участия более 50%, а в остальных ее акционерный капитал составляет от 4 до 50%. Основой деятельности региональных дочерних обществ является принятая АО "ЛУКОЙЛ" концепция их развития как единого финансово-экономического механизма.

Регламентируют деятельность региональных дочерних акционерных обществ два основных документа: положение о взаимоотношениях предприятий, входящих в единую финансово-хозяйственную систему АО "ЛУКОЙЛ", и временное положение о порядке рассмотрения и утверждения инвестиционных проектов и проектных обоснований развития региональных структур. Для управления и координации их деятельности летом этого года правление компании приняло решение о создании АО "ЛУКОЙЛ-Холдинг-Сервис".

Информация о выпусках ценных бумаг

2.07.93г. зарегистрирован выпуск обыкновенных акций номиналом 1000 руб. на сумму 8.184.213.000 руб. (Пер. № МФ73-1п-0231.)

Выпущено	(1000) - 8.184.213 шт.
----------	------------------------

Уставной капитал равен 8.184.213.000 руб.

14.02.94г. зарегистрировано увеличение уставного капитала на сумму 3.699.990.000 руб.

148

	обыкн. Акции (номинал)	превил. акции (номинал)
Выпущено	(1000) - 3.320.463	(1000) - 379.527
Всего выпущено	(1000) - 11.504.676	(1000) - 379.527

УК равен 11.884.203.000 руб.

14.03.94-11.04.94г. по результатам специализированного чекового аукциона произошло дробление исходного номинала, коэффициент дробления - 1:8.

Номинальная стоимость акции по результатам аукциона - 125 руб. Минфином РФ был зафиксирован факт внесения соответствующих изменений в связи с дроблением акций в ранее зафиксированные проспекты эмиссии.

29.05.95г. Министерством финансов РФ зарегистрирован выпуск акций для обмена на акции АО в соответствии с Указом Президента РФ от 01.04.95г. №327.

Общий объем выпуска составляет 5.979.878.375 руб.,

	обыкн. акции (номинал)	прев. акции (А) (номинал)
Выпущено	(25) - 189.364.351	(25) - 49.830.784.

4.08.95 г. начался обмен акций дочерних компаний на акции АО "ЛУКОЙЛ".

	обыкн. акции (номинал)	прев. акции (А) (номинал)
Всего выпущено	(25) - 649.551.391	(25) - 65.011.864

Уставный капитал составляет 17 млрд. 864 млн. 081 тыс. 375 руб.

90.902% и 9.098% от уставного капитала, соответственно.

Дивидендная история

Компания предлагает и проводит сбалансированную политику в области дивидендов с сочетанием интересов группы акционеров, ориентированных на ежегодные дивидендные выплаты, и группы акционеров, заинтересованных в обновлении и устойчивом развитии производственного потенциала Компании.

за 1994г. обыкновенные акции(125) 500 руб.

привел. акции(А)(125)500 руб.

за 1995г. обыкновенные акции(25) 800% годовых

привел. акции(А)2000% годовых.

Регистраторы

"Oil Investment Company NIKOIL" акции
 "ING Bank" RDC
 "Bank of New York" АДР.

Облигации:

13.07.95 г. Департаментом ценных бумаг и финансового рынка Минфина РФ зарегистрирован выпуск бескупонных конвертируемых облигаций объемом 2 трлн. 300 млрд. руб. в количестве 460.000 облигаций номиналом 5.000.000 руб. за номером МФ№73-2-00006.

149

29.09.95 г. объявлены результаты размещения бескупонных облигаций АО "ЛУКойл". Победителями признаны "CS First Boston", "Международный промышленный банк". В ходе размещения американская нефтяная компания "Атлантик Ричфилд Компани" (АРКО) приобрела 241.080 облигаций. 78.920 были размещены среди инвесторов из России, США, Великобритании, Франции, Италии, Швейцарии, Голландии.

29.03.96г. по итогам коммерческого конкурса по размещению 140.000 бескупонных облигаций АО "ЛУКойл" победители - "CS First Boston" и банк "Империл"; общая сумма инвестиций - 634.268,9 млн. руб.

Большие проекты и программа модернизации

Главными видами деятельности региональных обществ являются: поиск и разведка нефтяных и газовых месторождений, бурение скважин, производство нефтепродуктов и их реализация, производство продукции нефтяного машиностроения, промышленное и жилищное строительство, производство сельхозпродукции. Сегодня в этих сферах деятельности работает 16,5 тыс. высококвалифицированных специалистов.

В мае 1995 г. на свет появилась специализированная буровая компания "ЛУКойл-Бурение". Основной задачей этого акционерного общества, располагающего современной технической базой и десятитысячным штатом квалифицированных специалистов, стало строительство эксплуатационных и разведочных скважин, вышкомонтажные работы и сервисное обслуживание бурового оборудования. Работники компании хорошо зарекомендовали себя при проводке нефтяных скважин в различных климатических, географических и горно-геологических условиях.

В ближайшем будущем, кроме филиала в Западной Сибири, предполагается создать аналогичные структуры в Пермской, а затем в Волгоградской и Астраханской областях.

Развиваются в "ЛУКойле" и такие нетрадиционные виды деятельности, как перевозка нефти, нефтепродуктов и других грузов. В начале 1994 г. была создана транспортная компания "ЛУКойл-Транс" с филиалами по перевозке нефтепродуктов железнодорожным и автомобильным транспортом в Перми, Волгограде и Ставрополе. "Арсенал" компании для перевозки нефти и нефтепродуктов составляют 2200 железнодорожных цистерн и более 500 автоцистерн емкостью до 15 м куб. Активно развиваются новые формы транспортно-экспедиционного обслуживания предприятий нефтепродуктообеспечения. Только в 1995 г. более 30% грузов компании было перевезено силами именно этого предприятия. В прошлом году АО "ЛУКойл-Транс" впервые осуществило крупную операцию по проводке транспортно-буксирного судна "Нефтегаз-62" из Санкт-Петербурга в Азербайджан.

В конце прошлого года в городе Гатчина Ленинградской области "ЛУКойл" обзавелся собственным экспортно-импортным терминалом по перевалке и растаможиванию различных грузов для добывающих предприятий Западной Сибири из Европы и стран Балтии. Проектная мощность терминала - 25 тыс. т в год.

Операции с грузами проводятся по современной технологии в минимально короткие сроки. Терминал оборудован всем необходимым для комфортабельного отдыха клиентов и их полной безопасности.

150

В Тюменской области заканчивается строительство завода по производству и расфасовке моторных масел мощностью 16 тыс. т в год. В основу производства заложены лучшие зарубежные технологии изготовления масел по стандартам ВНИИНП и API на основе отечественных и импортных присадок.

Ввиду небольших объемов выпуска моторные масла будут реализовываться на внутреннем рынке России, преимущественно в Тюменской области, минуя коммерческие структуры и организации нефтепродуктообеспечения. Маркетинговые исследования показывают их высокую конкурентоспособность на рынке нефтепродуктов Западной Сибири. Проектом предусмотрено увеличение объектов производства до 24 тыс. т в год при трехсменном режиме работы завода. Окупаемость проекта - 3,5 года.

В соответствии с достигнутым соглашением в Республике Татарстан на базе имеющихся площадей начато строительство завода по расфасовке масел проектной мощностью 54 тыс. м куб с использованием оборудования португальской фирмы "Шелл-Португиз". Расфасовка будет производиться в 4-5 - литровые пластмассовые канистры и 200-литровые металлические бочки для реализации в торговой сети и на автосервисных предприятиях республики.

Чтобы сократить закупки дорогостоящего импортного нефтепромышленного оборудования и труб с антикоррозионным покрытием, "ЛУКойл" инвестирует большие средства в развитие региональных дочерних структур, специализирующихся на изготовлении машиностроительной продукции (АО "ОЗОНиг-ЛУКойл" и АО "Урал-ЛУКтрубмаш"). Эти предприятия созданы на базе имеющихся машиностроительных мощностей в городах Октябрьский (Республика Башкортостан) и Челябинск. Их цель - обеспечить изготовление нефтепромышленной продукции для нефтедобывающих предприятий компании. В 1995 г. по их заказам было отгружено около 10 наименований промышленной продукции АО "ОЗОНиг-ЛУКойл" на сумму около 25 млрд. руб. Челябинцы изготовили и отремонтировали 169 комплектов штанговых насосов и более 50 т труб с антикоррозионным покрытием. Дальнейшее развитие машиностроительных мощностей заводов предусмотрено инвестиционной программой компании на 1996 г. с завершением в 1997г.

Одним из приоритетных направлений деятельности компании является создание нефтепродуктопроводов и сети АЗС в различных регионах России в соответствии с генеральной схемой развития нефтепродуктообеспечения. Программа уже выполняется. В новых регионах введено в эксплуатацию более 100 АЗС, в том числе на условиях аренды. В ближайшее время в России и за ее пределами намечено ввести в эксплуатацию более 70 АЗС и 8 нефтебаз.

Основой сотрудничества в развитии сети автозаправок в России явились соглашения с администрациями автономных республик, краев и областей страны.

Кроме перечисленных выше видов деятельности, дочерние предприятия компании выполняют консалтинговые, финансово-инвестиционные функции, успешно работают в сфере информационного обеспечения, охраны, материально-технического снабжения, фрахта морских и речных танкерных судов и лизинга самолетов.

Одновременно с развитием производств руководство компании совет директоров и Правление через региональные структуры активно участвуют в различных благотворительных программах (помощь учреждениям культуры, помощь воинам- "афганцам", заслуженным работникам нефтяной промышленности, ветеранам и инвалидам труда).

151

Естественно, растущая сеть региональных предприятий - не дань моде (давайте будем делать все, как на Западе), а насущная необходимость. В обстановке нестабильности и экономического кризиса всегда удобнее и надежнее полагаться на собственные силы и производственные мощности.

Совместные предприятия с западными партнерами, включая "Atlantic Richfield"

"ЛУКОЙЛ" создал два крупных и несколько небольших СП по добыче нефти. Основным партнером "ЛУКОЙЛА" по СП в настоящее время является компания AGIP. Помимо совместного предприятия, действующего в Когалыме и на Каспийском море, "ЛУКОЙЛ" создал с AGIP еще одно совместное предприятие, в настоящее время занимающееся разведкой месторождений в Тунисе и Египте.

Компания ARCO вскоре может стать основным партнером "ЛУКОЙЛА" по СП ARCO и "ЛУКОЙЛ" объявили о подписании 19.09.96 г. соглашения о создании совместного предприятия. Предполагается, что 54% в новом СП будет принадлежать "ЛУКОЙЛУ", а доля ARCO составит 46%. ARCO возьмет на себя привлечение финансирования в объеме 3 млрд. долларов под проекты совместного предприятия. ARCO является своего рода идеальным партнером для "ЛУКОЙЛА", поскольку эта компания имеет громадный опыт по добыче нефти в арктических условиях (более 60% нефти добывается компанией на Аляске) и является стратегическим инвестором ЛУКОЙЛА.

Выпуск АДР I уровня

В январе 1996 года российский фондовый рынок сделал еще один шаг вперед - нефтяная компания "ЛУКОЙЛ" стала первой российской компанией, выпустившей АДР I уровня. Таким образом, доступ к ценным бумагам НК "ЛУКОЙЛ" получили все заинтересованные инвесторы США.

Значительную роль в подготовке программы АДР НК "ЛУКОЙЛ" сыграли финансовый и юридический консультанты НК - инвестиционная группа "НИКОЙЛ" и компания Akin Gamp, а также депозитарный банк программы АДР - The Bank of New York. Регистрационная компания "НИКОЙЛ" проделала большую работу по анализу услуг, которые предоставляет Bank of New York, по исследованию механизма и разработке документов, обеспечивающих выпуск АДР.

Генеральный директор регистрационной компании "НИКОЙЛ" Сергей Левитин прокомментировал схему расчетов по АДР, отметив, что инвесторы могут перевести в АДР уже имеющиеся у них акции либо приобрести акции на российском фондовом рынке и перевести их в АДР. С точки зрения изменений в реестре акционеров процедура в обоих случаях практически одинакова. Соотношение между акциями НК "ЛУКОЙЛ" и АДР следующее: 4 акции НК эквивалентны 1 АДР.

В процедуре выпуска АДР участвуют три компании: компания-регистратор, компания-депозитарий и представитель депозитария - компания-кастоди (ответственный хранитель депозитария).

Для программы АДР НК "ЛУКОЙЛ" регистратором является регистрационная компания "НИКОЙЛ", депозитарием - Bank of New York и банком-кастоди - ING-Bank Eurasia.

152

Как показали события на фондовом рынке, выпуск АДР вызвал значительный интерес участников рынка и способствовал повышению котировок акций НК "ЛУКойл". Западные брокеры начали котировать АДР НК "ЛУКойл" еще до их появления на рынке.

Вице-президент компании Леонид Федун заявил, что "теперь акции НК "ЛУКойл" смогут покупать инвесторы, которые не могли делать этого раньше по причинам юридического характера. Выпуск АДР-1 - второй шаг НК "ЛУКойл" в программе выхода на мировые финансовые рынки: в сентябре этого года в процессе размещения конвертируемых облигаций среди институциональных инвесторов мы привлекли \$321 млн. на международном рынке и в США. Наша цель - встать в один ряд с признанными компаниями, акции которых котируются на международных фондовых биржах".

По словам старшего вице-президента The Bank of New York, возглавляющего отделение депозитарных расписок, выпуск АДР НК "ЛУКойл" - чрезвычайно важное событие для инвесторов, желающих покупать акции российских компаний. Институциональные и индивидуальные инвесторы в США и других странах смогут покупать акции ведущей российской нефтяной компании, используя механизм ДР, которые свободно продаются на рынке США. "Это серьезный шаг, который позволит упростить процедуру инвестирования в российские акции" сказал он.

Аудит

"KPMG".

Залоговые аукционы

07.12.95г. на залоговый аукцион выставлен пакет 5% УК. Комиссия признала победителем консорциум "ЛУКойл"-банк "Империал", который предложил в бюджет кредит на сумму 35010 тыс. долл. США. Победитель обязан погасить задолженность дочерних компаний АО "ЛУКойл" перед федеральным бюджетом в размере 500 млрд. руб.

Инвестиционные конкурсы

28.12.95 г. на инвестиционном конкурсе (пакет 16,07% УК) победитель - НИК "НИКойл" (Москва); объем инвестиций 800 млрд. руб. в течение до двух лет.

АДР III уровня

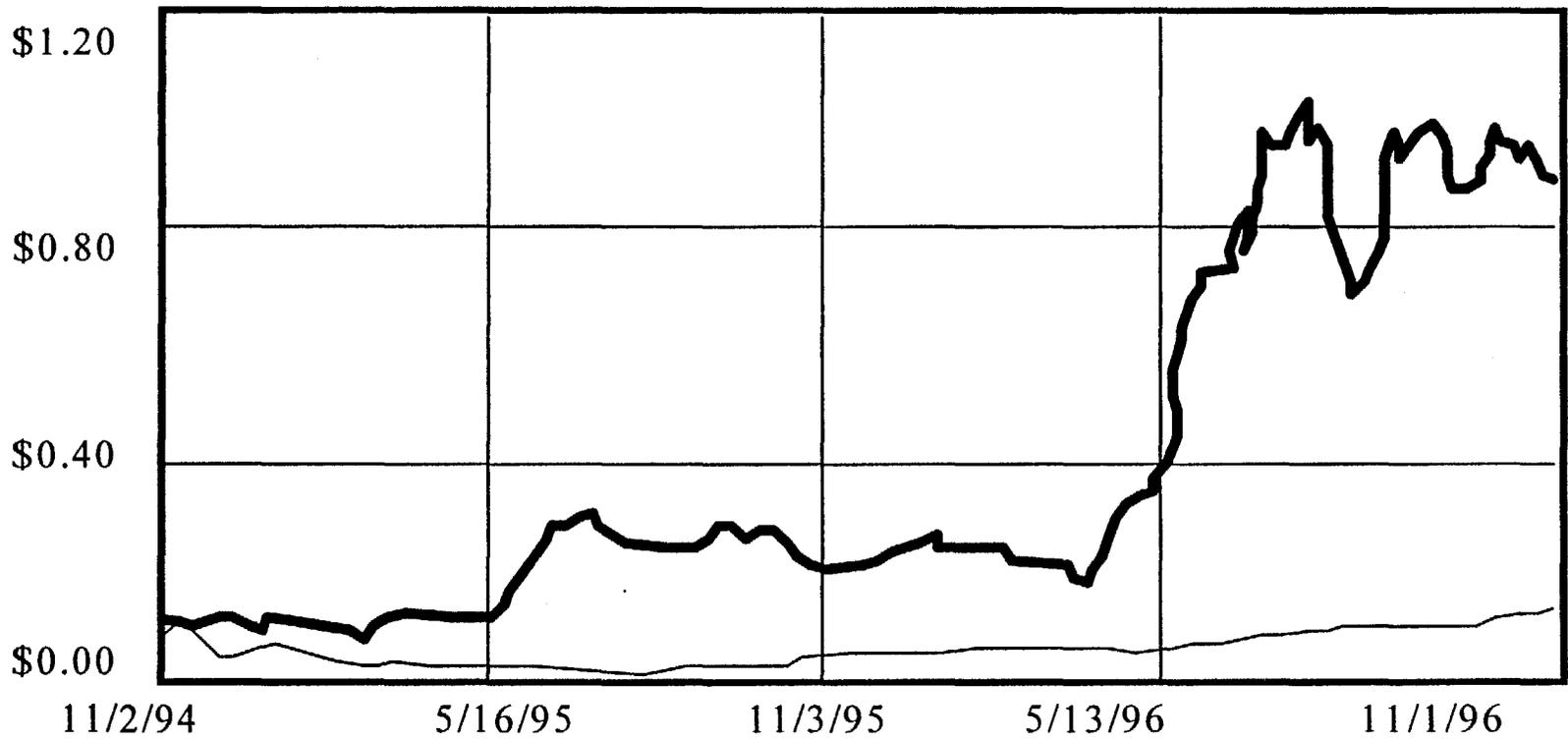
НК "ЛУКойл" намерена разместить до 15 процентов акций, предназначенных для продажи иностранным инвесторам, на Лондонской и/или Нью-Йоркской биржах.

"Мы хотим, чтобы наши акции достались не только институциональным, но и частным западным инвесторам...Поэтому мы рассматриваем возможность размещения акций не только по правилу 144-а, а через листинг бирж", - сказал руководитель пресс - службы НК Петр Неев. По его словам, НК рассчитывает в конце 1996 - начале 1997 года получить разрешение на выпуск спонсированных американских депозитарных расписок четвертого уровня, который позволяет их размещение на фондовых биржах. "Если мы прежде в большей степени ориентировались на Нью-Йоркскую биржу, то теперь серьезно заинтересовались и Лондонской биржей, и ведем с ней переговоры. Мы рассчитываем к этому времени получить листинг на Нью-Йоркской или Лондонской бирже, или одновременно на обеих, чтобы максимально широко распылить пакет", - сказал он.

153

**Сравнительный график движения цены акций Мосэнерго
и индекса энергетической промышленности (\$США)**

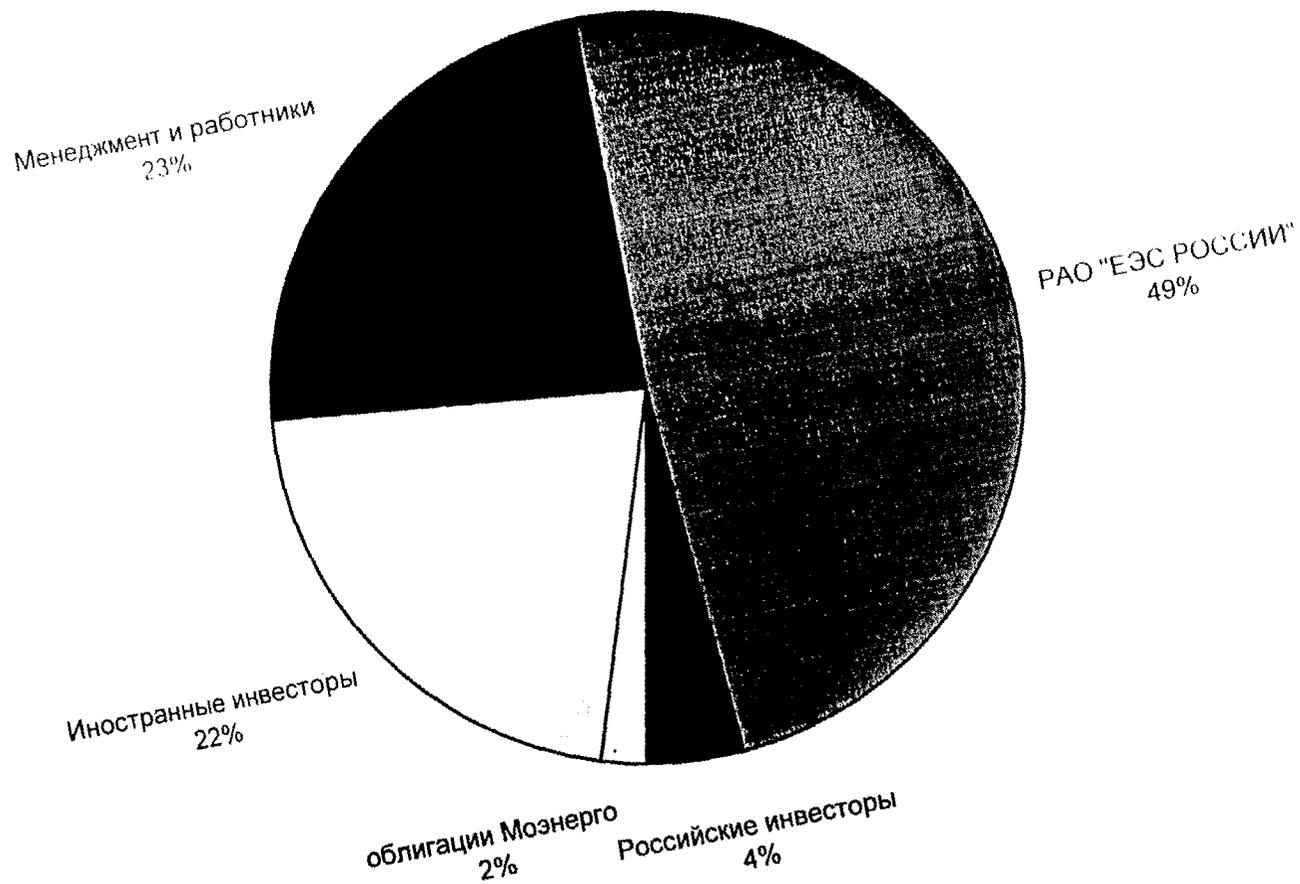
— Мосэнерго — Индекс энергетической прм-ти



** График подготовлен по материалам "Скейт Пресс"

154

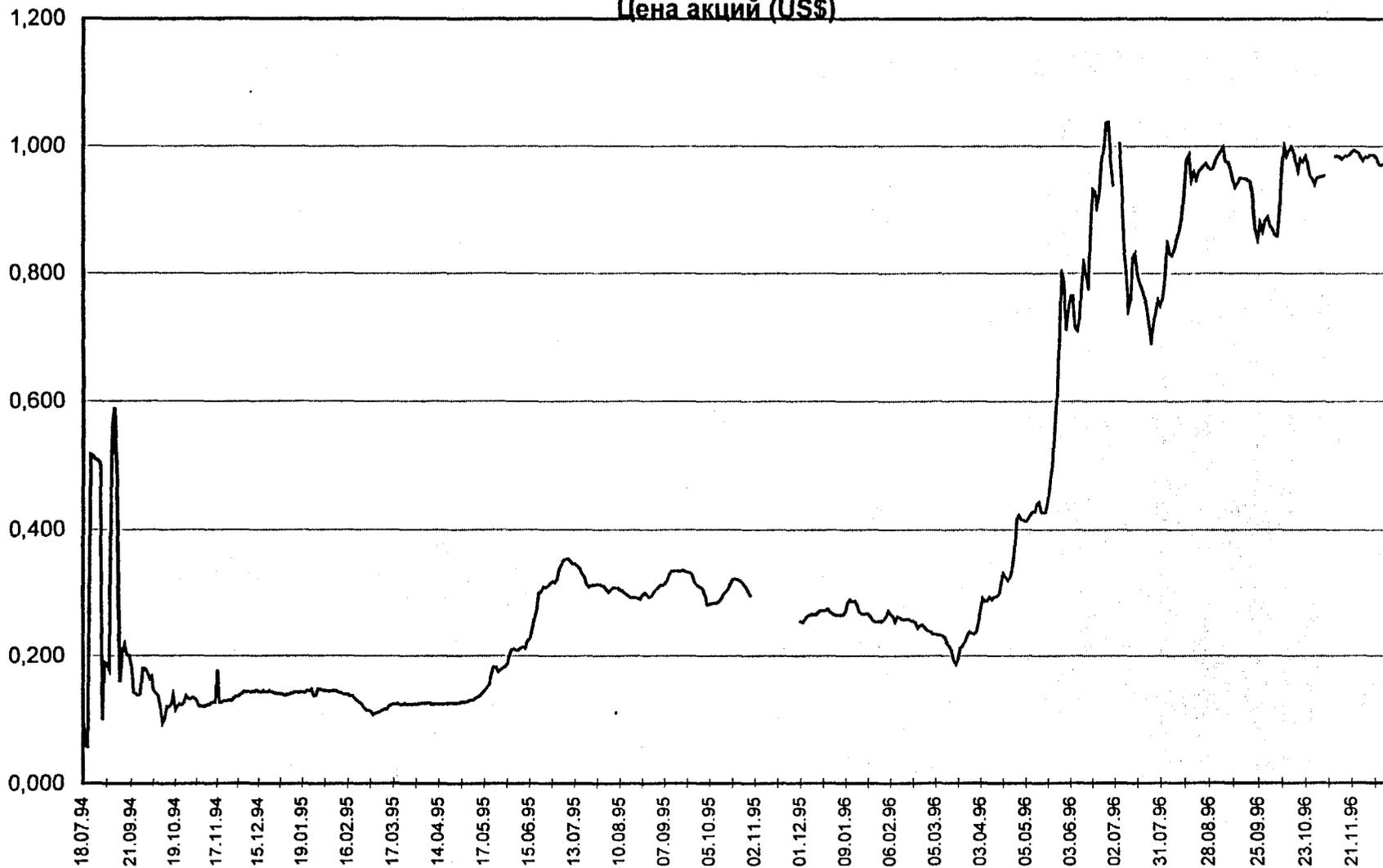
Характеристики компании
"Мосэнерго"
Структура акционерного капитала АО Мосэнерго
1.01.96



165

Характеристики компании
"Мосэнерго"
Цена акций (US\$)

Цена акций



156

Мосэнерго¹

Темы для обсуждения

В 1995 году Мосэнерго стало первой российской компанией, выпустившей Американские депозитарные расписки (АДР). Начальная программа предусматривала выпуск 144А АДР на сумму \$22,5 миллиона долларов. В сентябре 1996 Мосэнерго изменило планы на выпуск Американских депозитарных расписок I Уровня (Level I АДР).

Ваша команда является Советом директоров большого АО, такого как Мосэнерго. Вы решили начать АДР программу и целью вашей встречи является выбрать тип АДР (уровень I, уровень II, уровень III или 144А). Целью вашего обсуждения является вопрос о том, как правильно обеспечить принятие АО решения для выпуска АДР.

Пожалуйста, обсудите с Вашей командой и придите к заключению:

- Какой управляющий орган вашей компании уполномочен принять решение о выпуске АДР различных типов;
- Причины, по которым может быть разница.

Уровень I АДР

Программа по выпуску АДР Уровня I является механизмом предназначенным для облегчения торговли уже выпущенными акциями на внебиржевом рынке США. АДР Уровня I это не механизм для выпуска новых акций.

Уровень II АДР

Программа по выпуску АДР Уровня II является механизмом предназначенным для облегчения торговли уже выпущенными акциями через листинг фондовых бирж США или через систему NASDAQ. АДР Уровня II это не механизм для выпуска новых акций.

Уровень III АДР

Программа по выпуску АДР Уровня III разработана для привлечения капитала путем публичной эмиссии новых акций, предназначенных для регистрации на фондовой бирже США или в NASDAQ.

Программа 144 А

Программа АДР 144А разработана с для привлечения капитала через частное размещение новых акций среди крупных институциональных инвесторов в США.

¹ См. Приложение I "Некоторые термины рынка капитала." Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

157

"МОСЭНЕРГО"¹

ХАРАКТЕРИСТИКИ РОССИЙСКИХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ²

Введение

Уставной капитал: 2.560.000 млн. руб.

Число занятых: 49.120 на 01.01.96.

В состав компании входят 56 региональных компаний.

Основная сфера деятельности компании: производство, передача и распределение тепловой и электроэнергии, ремонт и техобслуживание энергетического оборудования. АО "Мосэнерго" - крупная российская энергокомпания, занимающая 2-е место после РАО "ЕЭС России" по выработке электроэнергии. Установленная мощность, включая арендованные у РАО "ЕЭС России" электростанции, на 01.04.96 г. составляет 14.478 Мвт.

С начала 1996 года электростанции компании выработали 52,2 млрд. кВт.ч электроэнергии, что на 1,3% выше уровня 9 месяцев прошлого года. Полезный отпуск электроэнергии составил 42,9 млрд. кВт.ч, превысив на 1,2% соответствующий показатель 1995 года.

По сравнению с 9 месяцами 1995 года отпуск электроэнергии на оптовый рынок вырос на 4,7% и составил 8,8 млрд. кВт.ч.

За 9 месяцев текущего года энергосистемой отпущено с коллекторов 56,7 млн. Гкал. теплоэнергии, что на 9,8% выше уровня 9 месяцев 1995 года.

За 9 месяцев 1996 года выручка от реализации продукции АО "Мосэнерго" составила 10.152,6 млрд. рублей (6.754,3 млрд. руб. за 9 месяцев 1995 года), в том числе за электроэнергию - 7.213 млрд. руб., за теплоэнергию - 2.230 млрд. руб.

Прибыль до уплаты налогов составила 2.766,6 млрд. руб. (соответствующий показатель за прошлый год составил 2.200,1 млрд. руб.), в том числе компания получила сверхплановую прибыль за счет увеличения полезного отпуска электрической и тепловой энергии и снижения затрат на производство продукции.

Чистая прибыль, остающаяся в распоряжении предприятий после уплаты налогов, составила 1.962,1 млрд. руб.. (1.550 млрд. руб. за 9 месяцев 1995 года).

В распространенном компанией пресс-релизе отмечается, что "Мосэнерго" не имеет задолженности перед бюджетом и задолженности по выплате зарплаты.

¹ Настоящий текст был подготовлен компанией CFED по состоянию на Декабрь 1996 года с использованием материалов базы данных АК&М материалов компании Скейт Пресс и на основе материалов подготовленный самим Акционерным Обществом.

² Настоящий текст был подготовлен компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к Приложению 1 "Некоторые термины рынка капитала" во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

Открытость

"Мосэнерго" впервые (и первой среди российских "голубых фишек") прошла аудит по международным стандартам, так называемым ГААП - общепринятым принципам и правилам бухгалтерского учета. Такая проверка финансового положения компании необходима, если она собирается сотрудничать с иностранными инвесторами и, особенно, выпускать акции на международные рынки. По словам генерального директора "Мосэнерго" Нестора Серебряникова, эта мера направлена на усиление привлекательности компании для российских и иностранных инвесторов. Несмотря на общий спад в экономике России, выход на мировые рынки нескольких наиболее успешных компаний - "Газпрома", "Вымпелкома" ("БиЛайн"), а также выпуск государственных ценных бумаг - еврооблигаций сопровождался высоким, почти ажиотажным спросом инвесторов.

Информация о выпусках ценных бумаг

Всего выпущено: ао(1.000) - 2.560.000.000 шт.

Номинальные держатели: The Bank of New York, АО "CS First Boston", АООТ "Тройка Диалог", ЗАО "Депозитарно-клиринговая компания", Chase Manhattan Bank.

Дивидендная история

Дата: за 1993г. ао(1.000) 2.000 руб.
за 1994г. ао(1.000) 20 руб.
за 1995г. ао(1.000) 50 руб.

Регистраторы

АОЗТ "Реестр-Сервис".

Облигации

"Мосэнерго" планирует выпустить еврооблигации на общую сумму \$100-150 млн. в первом квартале 1997 года. Полученные от размещения еврооблигаций средства будут направлены на капитальное строительство второго блока Северной ТЭЦ в Москве, а также Загорской гидроаккумулирующей электростанции и газотурбинной электростанции Электростали. Инвестиционным консультантом выпуска является Salomon Brothers. Срок погашения облигаций предположительно составит 5 лет.

Большие проекты и программа модернизации

Разработанная в "Мосэнерго" программа капитального строительства предусматривает до 2000 года произвести следующие затраты (в млн. долларах США):

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Электростанции	177	197	184	302	288	354	178
Трубопроводы	128	65	91	73	74	74	75
Линии передачи	47	45	62	62	62	66	61
Подземные кабели	4	5	7	26	26	26	26
Обслуживание	20	116	83	29	25	69	20
НИОКР	8	5	26	24	20	20	20
Всего	384	432	457	516	497	605	382

Выпуск АДР 1 уровня

"Мосэнерго" получило от Комиссии по ценным бумагам США (SEC) освобождение 12g3-2(b). Этот документ освобождает компанию от необходимости предоставления более полной финансовой отчетности, необходимой для выпуска АДР. В настоящее время, идет подготовка документов для подписания депозитарного соглашения с The Bank of New York. Как только эта работа будет завершена, АО "Мосэнерго" выпустит АДР первого уровня.

Аудит

"МВ-Центр".

В 1996 году полную проверку финансовой деятельности предприятия осуществляла компания Artur Andersen.

144А АДР

В настоящее время на Берлинской и Франкфуртской фондовых биржах котируются АДР АО "Мосэнерго", выпущенные по правилу 144А. При появлении этих ценных бумаг на бирже спрос на них в три раза превысил предложение. Первоначально предполагалось разместить 50 млн. шт. Заявок было подано на 170 млн. шт. Учитывая большой интерес инвесторов, было решено увеличить пакет для продажи в 1,5 раза. В итоге реализовано 75 млн. шт. акций на сумму \$22,5 млн. Все эти акции находились на балансе самого АО и были куплены им на вторичном рынке. Финансовым советником АО является Salomon Brothers. В качестве депозитария выступает The Bank of New York.

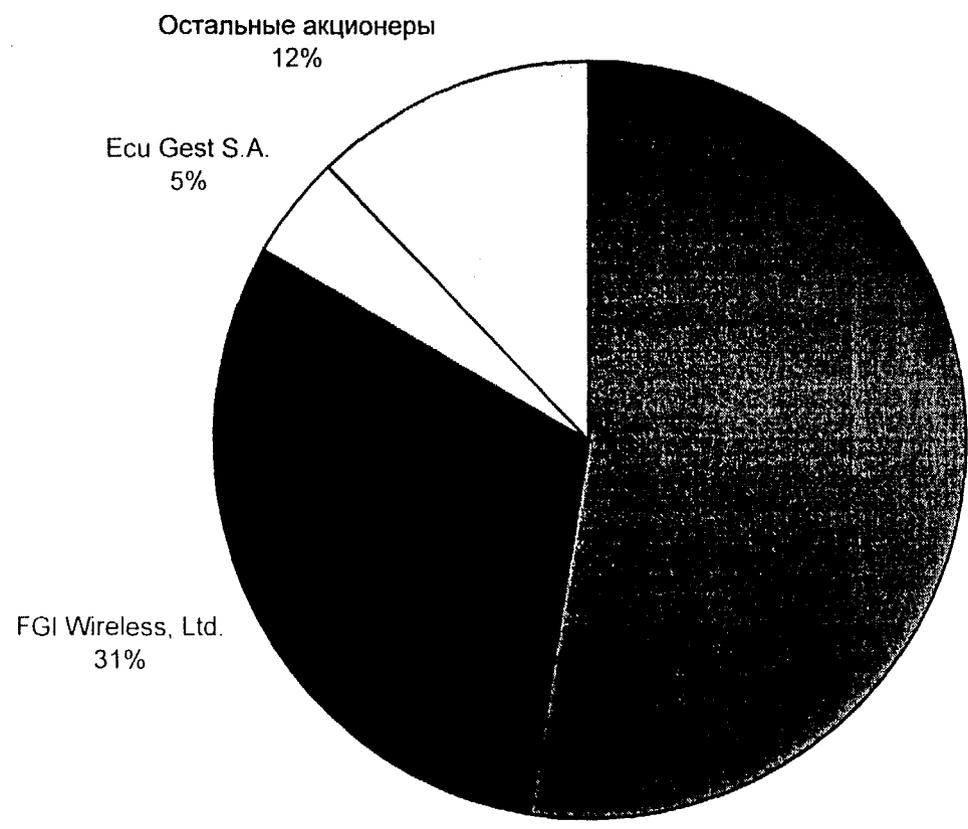
Вымпелком¹

- Кто?** Руководители, которым бы было интересно проанализировать успех первой российской компании, которой удалось привлечь капитал на американском рынке и зарегистрироваться на Нью-йоркской фондовой бирже
- Что?** Компания, которая удовлетворила критерии раскрытия информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США и точно соответствовала стандартам Нью-йоркской фондовой биржи - самым строгим в США
- Когда?** Задолго до того, как выходить на рынок капитала и в течение продолжительного времени после этого
- Где?** Внутри АО, в России и на основных рынках капитала за рубежом
- Почему?**
- Потому, что это позволяет молодой компании получить доступ к акциям ведущих компаний, имеющим высокий курс
 - Листинг на Нью-йоркской фондовой бирже является своего рода "печатью признания" и привлекает более широкий круг инвесторов
 - Это облегчает проведения текущих и будущих программ финансирования
 - Это повышает привлекательность для потенциальных прямых инвесторов и партнеров для создания СП
- Как?**
- Необходимо принять решение использовать систему эффективного корпоративного управления
 - Принять решение выполнять нормы "прозрачности эмитента"
 - Создать репутацию компании, выполняющей требования к открытости информации
 - Распространять информацию акционерам, прессе, участникам рынка ценных бумаг и инвесторам
 - Следовать требованиям Комиссии по ценным бумагам к раскрытию информации (например, общепринятым стандартам бухгалтерского учета США - ГААП США), а также требованиям к регистрации на Нью-йоркской фондовой бирже

¹ См. Приложение 1 "Некоторые термины рынка капитала." Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

Характеристики компании "Вымпелком"

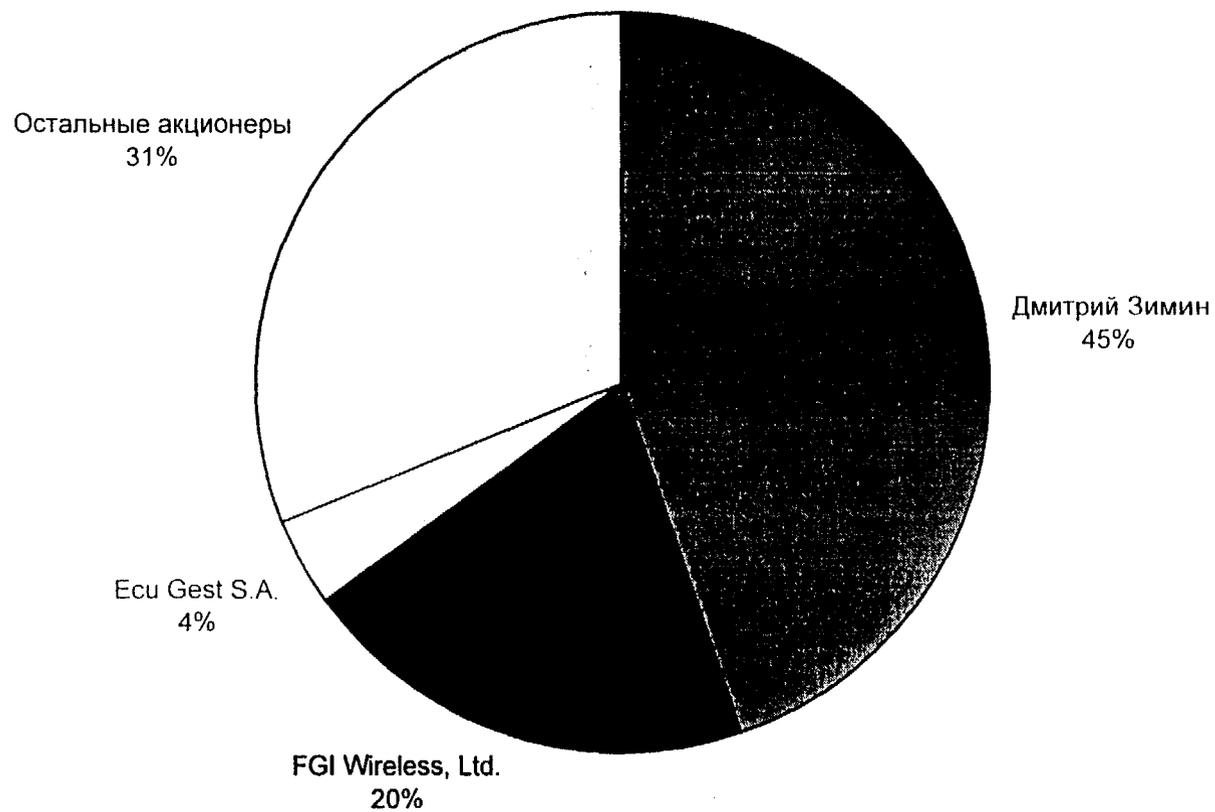
Структура акционерного капитала АО Вымпелком до размещения АДР



162

Характеристики компании "Вымпелком"

Структура акционерного капитала АО Вымпелком после размещения АДР



163

Вымпелком
Основные финансовые показатели

	1994	1995	6 месяцев 1996
Доход (тыс.долл.)			
Валовая прибыль	27.974	100.917	84.386
Чистый доход	9.521	27.621	18.761
Коэффициент прибыльности	34,0%	27,37%	22,23%
Показатели балансового отчета (тыс.долл.)			
Текущие активы	21.890	43.038	64.649
Дебиторская задолженность	4.742	10.219	15.707
Долгосрочные активы	12.426	79.560	106.412
Итого активов	34.316	122.598	171.061
Краткосрочные обязательства	14.168	48.422	82.973
Кредиторская задолженность	828	3.586	14.338
Долгосрочные обязательства	5.212	30.779	39.030
Итого обязательств	19.380	79.201	122.003
Акционерный капитал	14.936	43.397	49.058
Текущие активы/краткосрочные обязательства	1,55	0,89	0,78
Итого обязательств/Акционерный капитал	1,30	1,83	2,49
Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию	не было продаж	не было продаж	не было продаж

Источник: Информационный проспект компании

164

ВЫМПЕЛКОМ

Темы для обсуждения

Ваша команда играет роль Совета Директоров ВЫМПЕЛКОМА. Заседание Совета директоров созвано для выбора Председателя Совета, а затем разработать план для финансирования капитальных затрат компании необходимых для развития сетей сотовой связи (внедрения более нового стандарта DCS-1800).

- Обсудите “за” и “против” выпуска различных уровней АДР для привлечения капитала (особенно Уровень III);
- Используя проспект ВЫМПЕЛКОМА определите, какая информация о компании должна быть собрана для выпуска АДР III уровня.

Пожалуйста, сделайте если это необходимо, обоснованные предположения о любой информации о компании или других материалах, которые не предоставлены.

Факторы, имеющие отношение к обсуждению на Совете:

Требуемый объем средств
В пределах \$100.000.000.

Конкуренция и необходимость в модернизации

Финансовое состояние компании превосходно. Основная часть средств на капитальные затраты привлекается из внутренних источников и товарных кредитов.

Распределение акций

Преобразовано в открытое акционерное общество в 1993 году. Нет акций в свободном обращении.

Сомнения акционеров

Некоторые акционеры обсуждают возможность продаж акций на Российском рынке.

165

"ВЫМПЕЛКОМ"¹

ХАРАКТЕРИСТИКИ РОССИЙСКИХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ²

Введение

Оплаченный уставной капитал: 128.533.000.

Число сотрудников: более 700.

Компания "Вымпел-Коммуникации" создана в сентябре 1992 года как закрытое акционерное общество группой российских учредителей, среди которых были радиотехнический институт им. Минца, ВГТРК, НИИ "Гипросвязь", НПО "Вымпел". В 1993 году преобразовано в открытое акционерное общество. Крупнейшим на сегодняшний день иностранным держателем акций "Вымпелкома" является американская компания FGI Wireless. Сейчас "Вымпелком" представляет собой группу компаний, в которую входят АО "Макроком" (московский оператор сотовой сети "Би Лайн", стандарт AMPS-800) и КБ "Импульс" (оператор перспективной цифровой сети DCS-1800). Больше половины пользователей сотовой связи в Москве - клиенты "Вымпелкома". Число абонентов компании на настоящий момент - 48.000 человек, до конца года "Вымпелком" рассчитывает увеличить количество абонентов до 60.000. Для расширения сети компания проводит активную кредитную политику: "Вымпелком" уже привлек в 1996 году два товарных кредита шведской фирмы Ericsson (первый на \$28 млн., объем второго кредита не разглашается) и кредит немецкой компании Alcatel (около \$40 млн.), направленный на строительство сети DCS-1800. Взамен Alcatel получила 12% акций "Вымпелкома".

Открытость

Примером открытости, пока еще не привычной для российских компаний, является отчет, подготовленный для выпуска АДР III уровня.

Отчет включает в себя помимо подробнейшего обзора рынка телекоммуникаций, услуг сотовой связи и оборудования, такие разделы как:

- подробные финансовые сведения о компании за несколько лет;
- факторы риска для инвесторов;
- описание бизнеса;
- законодательное регулирование телекоммуникационных услуг;
- описание менеджмента компании;
- структура акционерного капитала и главные сделки по продаже и покупке акций других компаний "Вымпелкомом";
- описание капитала и подробное описание законодательной базы всех связанных с функционированием АО процедур;
- налоговая база;
- андеррайтеры;
- ссылки на нормативную базу США, регулиующую выпуск и обращение АДР;
- финансовая отчетность "Вымпелкома", аффилированных компаний и их краткий обзор.

¹ Настоящий текст был подготовлен компанией CFED по состоянию на декабрь 1996 года с использованием материалов базы данных АК&М материалов компании "Скейт Пресс" и на основе материалов подготовленный самим акционерным обществом.

² Настоящий текст был подготовлен компанией CFED. Он представляет собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к Приложению 1 "Некоторые термины рынка капитала" во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

Высокая степень интеграции с дочерними предприятиями

В октябре 1996 года "Вымпелком" приобрел 88 процентов акций КБ "Импульс", которое контролировалось г-ом Зиминым и обладает лицензией на использование стандарта связи DCS-1800.

Эта сделка была профинансирована кредитом в US \$18 млн. Московского Банка Реконструкции и Развития.

Компания Макроком - закрытое акционерное общество, учрежденное в сентябре 1994 "Вымпелкомом", компанией МОКОМ и Электросвязью. Первоначально "Вымпелком" владел 50% акций Макроком, а МОКОМ и "Электросвязь" владели 40% и 10%, соответственно. Поглощение было осуществлено путем выпуска Макрокомом дополнительных акций и, после передачи их МОКОМ, "Вымпелком" выкупил их за \$36.000, что соответствует номинальной стоимости акций, доведя свою долю в Макроком до 95%.

Информация об Уставном капитале и о выпуске ценных бумаг

Уставный капитал состоит из:

19.280.000 обыкновенных акций с номинальной стоимостью 5 руб.;

6.426.600 привилегированных акций с номинальной стоимостью 5 руб.;

Размещаемые АДР представляют собой 2.598.600 новых обыкновенных акций "Вымпелкома" предлагаемых самим АО и 1.455.642 акции, предложенных акционером "Вымпелкома" FGI Wireless (что вместе составило 4.054.242 акции представленных 5.405.656 АДР).

До новой эмиссии было выпущено и размещено 16.681.400 обыкновенных акций и 4.170.000 привилегированных акций.

Указанный уставный капитал "Вымпелкома" включает 2.256.600 привилегированных акций выпущенных для обеспечения г-ом Зиминым контроля над компанией сразу после размещения АДР.

Большие проекты и программа модернизации

Для создания системы сотовой связи в Москве АО "Вымпелком" объявила тендер на поставку телекоммуникационного оборудования, который выиграла французская компания Alcatel Alsthom, штаб-квартира которой расположена в Париже. Объем заказа - 135 млн. долл. Будущая телефонная сеть рассчитана на обслуживание около 380 тыс. абонентов в Москве и ближайшем Подмосковье. Новое оборудование будет соответствовать стандартам DCS-1800. Непосредственным заказчиком оборудования является структурное подразделение АО "Вымпелком" - КБ "Импульс".

Выпуск АДР III уровня

Финансовым консультантом и андеррайтером АО "Вымпелком" выступили московская компания "Ренессанс-Капитал" и компания "Donaldson, Lufkin & Jenrette".

Общий объем выпуска АДР (американских депозитарных расписок) на акции составил 5,24 млн. штук. Из которых 3.464.800 было продано

“Вымпелкомом” и 1.940.856 акционерами. Одна расписка включает в себя 3/4 акций. Заявок на покупку АДР поступило на сумму \$1,15 млрд. Однако, согласно разрешению американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), компания не могла разместить АДР более, чем на \$100 млн. Средняя цена размещения АДР составила \$20,5. Покупателями акций, согласно информации “Ренессанс-Капитала”, стали крупнейшие инвестиционные фонды Европы и Америки, специализирующиеся на инвестициях в предприятия телекоммуникации. Привлеченные в ходе продажи акций деньги АО “Вымпелком” намерено потратить на развитие сети “Би Лайн” и внедрение нового стандарта сотовой связи DCS-1800.

Аудит

Ernst & Young с 1995 года.

Комментарий:

Доход за 1995 год	\$105,5 Mln
Прибыль за 1995 год	\$27,6 Mln
Доход за 6 мес. 1996 года	\$84,3 Mln
Прибыль за 6 мес. 1996 года	\$18,8 Mln.

Вымпелком
Содержание Информационного меморандума предназначенного для
покупателей АДР

Исполнимость решений гражданских судов

Общая часть

- Описание группы компаний контролируемых Вымпелком
- обзор российской телекоммуникационной индустрии
- конкуренция
- стратегия бизнеса
- предложение о продаже акций
- финансовые сведения о компании

Факторы риска

- Риски, относящиеся к Российской Федерации в целом
- Риски, относящиеся к Группе
- Другие риски

Разводнение

Капитализация

Использование привлекаемых средств

Дивидендная политика

Избранная финансовая информация

Описание менеджмента и анализ финансовой ситуации и результатов операций

- Обзор
- Результаты операций Вымпелкома
- Сравнение результатов за шесть месяцев, заканчивающихся 30 июня 1996 с результатами за шесть месяцев, заканчивающихся 30 июня 1995
- Результаты на 31 декабря 1995, в сравнении с результатами на 31 декабря 1994
- Ликвидность и источники капитала
- База представления финансовых результатов
- Инфляция

Описание бизнеса

- История
- Текущие операции
- Определения и условия лицензий
- Описание технологии сотовой связи
- Описание сектора сотовой связи рынка телекоммуникационных услуг
- Стратегия
- Маркетинг и продажи
- Продукт и услуги
- Сетевая технология и операции

169

Законодательное регулирование телекоммуникационных услуг в России

- Органы регулирования
- Лицензирование предоставления услуг
- Выделение радиочастот
- Сертификация оборудования
- Конкуренция и ценообразование

Описание менеджмента компании

Главные сделки по покупке и продаже акций и других ценных бумаг Вымпелкомом

- Приобретение КБ "Импульс"
- Приобретение "Макроком"
- Продажа облигаций

Акционеры компаний

Акции предназначенные для будущих продаж

Описание акционерного капитала

- Акционерная компания
- Обыкновенные акции
- Привилегированные акции
- Общее собрание акционеров
- Дивиденды и дивидендные права
- Увеличение акционерного капитала
- Уменьшение акционерного капитала, выкуп акций компанией
- Преимущественные права
- Обязанности акционеров
- Совет директоров
- Ликвидация
- Резервные фонды
- Регистрация акций, их передача

Описание американских депозитарных расписок и процедур связанных с ними

Налогообложение

- Россия
- США

Подписка

Юридическая база

Эксперты

Дополнительная информация

Заключение независимых аудиторов

Подробная финансовая информация и отчетность Вымпелкома КБ "Импульс", Макроком

170

No person has been authorized to give any information or to make any representation not contained in this Prospectus in connection with the offering made hereby, and, if given or made, such information or representation must not be relied upon as having been authorized by VimpelCom, the Selling Shareholder, the Underwriters or any other person. Neither the delivery of this Prospectus nor any sale made hereunder shall, under any circumstances, create any implication that there has been no change in the affairs of the Group since the date hereof or that the information contained herein is correct as of any time subsequent to the date hereof. This Prospectus does not constitute an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any of the securities offered hereby by anyone in any jurisdiction in which such offer or solicitation is not authorized or in which the person making such offer or solicitation is not qualified to do so or to any person to whom it is unlawful to make such offer or solicitation.

TABLE OF CONTENTS

	<u>Page</u>
Enforceability of Civil Liabilities	3
Prospectus Summary	5
Risk Factors	14
Dilution	27
Capitalization	28
Use of Proceeds	29
Dividend Policy	30
Selected Financial Data	31
Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations	34
Business	43
Regulation of Telecommunications in the Russian Federation	59
Management	63
Certain Transactions	66
Principal and Selling Shareholders	67
Shares Eligible for Future Sale	67
Description of Capital Stock	69
Description of American Depositary Receipts	74
Tax Considerations	84
Underwriting	89
Legal Matters	93
Experts	93
Available Information	93
Index to Financial Statements	F-1
Appendix A: Glossary of Terms	A-1
Appendix B: The Russian Federation	B-1

Until December 10, 1996 (25 days after the date of this Prospectus), all dealers effecting transactions in the ADSs, whether or not participating in this distribution, may be required to deliver a Prospectus. This requirement is in addition to the obligation of dealers to deliver a Prospectus when acting as underwriters and with respect to their unsold allotments or subscriptions.

5,405,656
American Depositary Shares
 Representing
4,054,242 Common Shares

Open Joint Stock Company
Vimpel-Communications

PROSPECTUS

Donaldson, Lufkin & Jenrette
 Securities Corporation

RC Securities, Inc.
 (Member Renaissance Capital Group)

November 15, 1996

171

5,405,656 American Depositary Shares Representing 4,054,242 Shares of Common Stock Open Joint Stock Company Vimpel-Communications



Each American Depositary Share ("ADS") being offered hereby will represent three-quarters of one share of common stock (the "Common Stock") of Open Joint Stock Company Vimpel-Communications ("VimpelCom"). The ADSs will be evidenced by American Depositary Receipts ("ADRs"). See "Description of American Depositary Receipts."

Of the 5,405,656 ADSs offered hereby, 3,464,800 ADSs are being offered by VimpelCom, and 1,940,856 ADSs are being offered by FGI Wireless, Ltd., an Illinois corporation (the "Selling Shareholder"). Of the 5,405,656 ADSs offered hereby, 3,919,100 ADSs are being offered for sale in the United States and Canada by the U.S. Underwriters (the "U.S. Offering") and 1,486,556 ADSs are being offered for sale outside the United States and Canada in a concurrent offering by the International Managers (the "International Offering" and, together with the U.S. Offering, the "Offerings"), subject to transfer between the U.S. Underwriters and the International Managers. See "Underwriting."

Prior to the Offerings, there has been no public market for the Common Stock or ADSs in the Russian Federation, the United States or elsewhere. See "Underwriting."

The ADSs have been approved for listing on the New York Stock Exchange under the symbol "VIP," subject to official notice of issuance.

See "Risk Factors" beginning on page 14 for a discussion of the risks that should be considered by prospective investors.

THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN APPROVED OR DISAPPROVED BY THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OR ANY STATE SECURITIES COMMISSION NOR HAS THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OR ANY STATE SECURITIES COMMISSION PASSED UPON THE ACCURACY OR ADEQUACY OF THIS PROSPECTUS. ANY REPRESENTATION TO THE CONTRARY IS A CRIMINAL OFFENSE.

	Price to the Public	Underwriting Discounts and Commissions (1)	Proceeds to VimpelCom (2)	Proceeds to the Selling Shareholder (2) (3)
Per ADS	US\$20.50	US\$1.44	US\$19.06	US\$19.06
Total (3)	US\$110,815,948	US\$7,784,145	US\$66,039,088	US\$36,992,715

(1) VimpelCom, the Selling Shareholder and Ecu Gest S.A., a shareholder of VimpelCom ("Ecu Gest"), have agreed to indemnify the several Underwriters named herein against certain liabilities, including liabilities under the Securities Act of 1933, as amended. See "Underwriting."

(2) Before deducting offering expenses estimated at US\$2.5 million payable by VimpelCom.

(3) The Selling Shareholder and Ecu Gest have granted to the U.S. Underwriters a 30-day option to purchase up to an aggregate of 810,848 additional ADSs at the Price to the Public less Underwriting Discounts and Commissions, solely to cover over-allotments, if any. If such option is exercised in full, the total Price to the Public, Underwriting Discounts and Commissions, and Proceeds to the Selling Shareholder (and Ecu Gest) will be US\$127,438,332, US\$8,951,766 and US\$52,447,478, respectively. See "Underwriting."

The ADSs offered hereby are being offered by the several Underwriters, subject to prior sale, when, as and if delivered to and accepted by them and subject to various prior conditions, including their right to reject orders in whole or in part. It is expected that delivery of the ADRs evidencing ADSs will be made in New York, New York on or about November 20, 1996.

Renaissance Capital Group and Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation are the Global Coordinators of the Offerings.

Donaldson, Lufkin & Jenrette
Securities Corporation

RC Securities, Inc.
(Member Renaissance Capital Group)

Примеры сравнения развитых рынков капитала и экономики переходного периода доказывают, что существует определенная взаимосвязь между правильным управлением и оценкой рынка

Германия - РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

В 1993 г. немецкая компания "Даймлер-Бенц АГ" стала первым акционерным обществом Германии, зарегистрировавшим свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. В течение нескольких лет группа крупных немецких акционерных компаний выступала единым фронтом в отношении с Комиссией по ценным бумагам и биржам США и Нью-Йоркской фондовой биржей в надежде зарегистрировать свои акции на этой бирже без того, чтобы переделывать свои финансовые документы в соответствии с ГААП США (общие стандарты бухгалтерской отчетности США), что является требованием Комиссией по ценным бумагам и биржам. После того, как компания "Даймлер-Бенц" продемонстрировала очень плохие результаты в 1992 году, её руководство решило, что если она регистрирует свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже, это принесет долгожданные хорошие новости и откроет ей доступ к "самой большой и динамичной фондовой бирже в мире". Компания разорвала связи со своими немецкими пособниками, и самостоятельно пыталась зарегистрироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже. Согласно договору между компанией, Комиссией по ценным бумагам и биржам и Нью-Йоркской фондовой биржей "Даймлер-Бенц" должна была представить свои финансовые данные в соответствии с немецкими и американскими требованиями отчетности. В результате, компания переделала свои финансовые документы и счета, и представила полные сведения о своих ранее скрытых "сверхприбылях" в размере четырех миллиардов немецких марок (2.42 миллиардов долларов США). Это действие компании создало необыкновенный прецедент - в погоне за капиталом многие компании соглашаются идти на определенные уступки в вопросах корпоративного управления для того, чтобы получить доступ к иностранному капиталу.

Великобритания - РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Отчет Комитета по финансовым аспектам корпоративного управления (1 декабря 1992 года)

Статья 4. 48 "Жизнеспособность любого рынка зависит от наличия информации, и препятствия на пути потока необходимой информации представляют собой несовершенные стороны рынка. Необходимость "просеивать" и исправлять информацию, предоставляемую различными компаниями, создает дополнительные затраты и затрудняет функцию оценки рынка. Чем яснее будут действия компаний, тем более точно будут оценены ценные бумаги".

Соединенные Штаты Америки - ПРАВА АКЦИОНЕРОВ

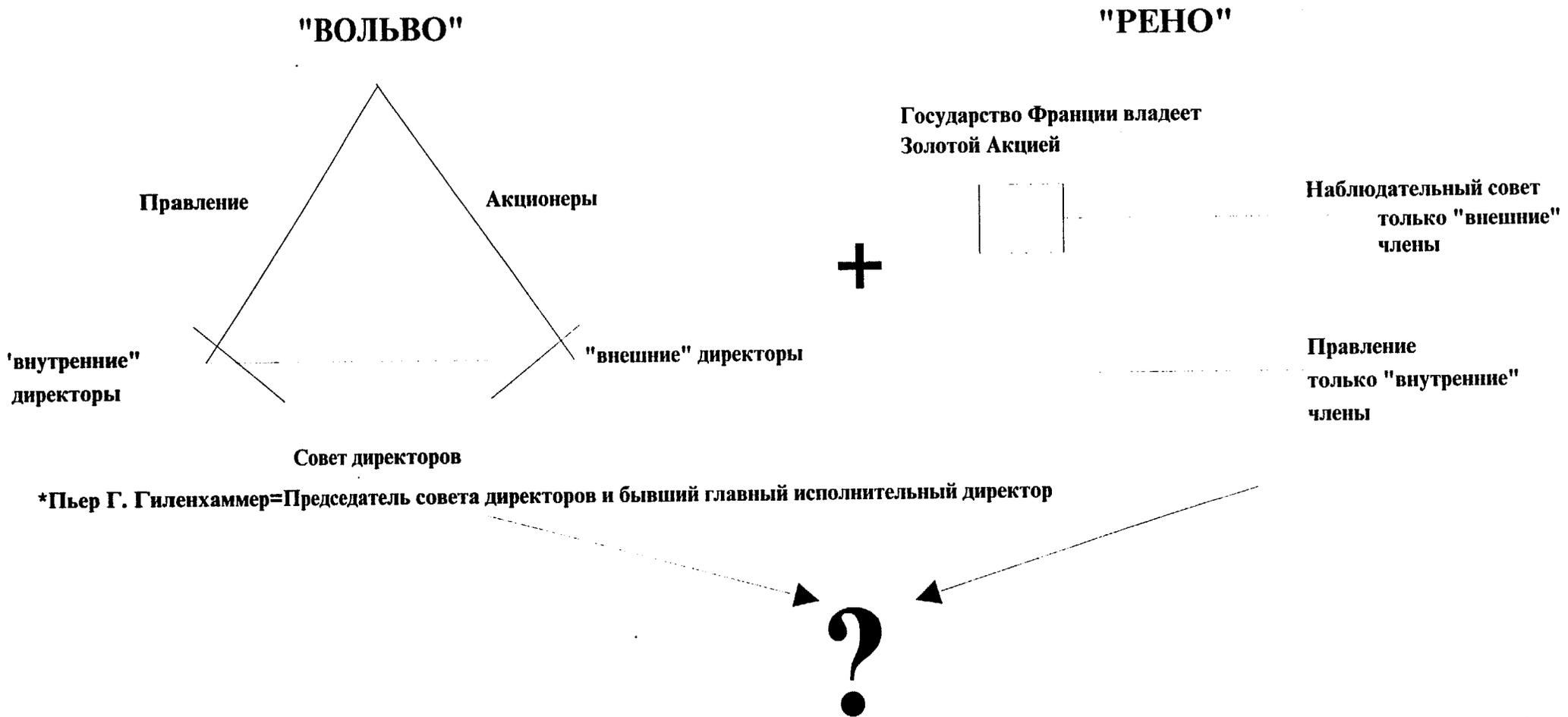
Исследование активной позиции институциональных инвесторов, проведенное в 1992 году компанией "Уилшир Ассошиэйтс", предоставляющей консультационные услуги в области управления, продемонстрировало, что такая позиция приносит определенную прибыль. 500,000 долларовый проект по поддержанию инициатив инвесторов, проведенный Калифорнийским пенсионным фондом работников государственных предприятий (CalPERS), принес дополнительно 137 миллионов долларов по сравнению с вложениями индекса 500 акций крупнейших промышленных компаний (так-называемого индекса Standard & Poors 500).

В книге "Нарушь правило УолСтрит: обгони рынок, инвестируя как владелец", написанной в 1993 году экспертом в области корпоративной конкуренции и бывшим финансовым директором Министерства финансов США Майклом Якобсом, говорится о том, что пользование правами владения (правами на информацию и правами голоса) в течение длительного периода времени может быть более прибыльно, нежели продажа акций на краткосрочной основе.

Швеция - ОТНОШЕНИЯ ПРАВЛЕНИЯ И АКЦИОНЕРОВ

В конце 1993 года шведские и иностранные акционеры отвергли предлагаемое слияние шведского производителя автомобилей Вольво и французского государственного производителя автомобилей "Рено". Негативное отношение акционеров основывалось на потере защищенности прав акционеров, не обладающих контрольным пакетом акций, а также слабо разработанной структуре управления компании после слияния. Главный исполнительный директор "Вольво", который выступал за слияние, ушел в отставку после того, как акционеры отвергли это предложение.

ПРЕДЛАГАЕМАЯ СХЕМА СЛИЯНИЯ "ВОЛЬВО" И "РЕНО"



*Пьер Г. Гиленхаммер=Председатель совета директоров и бывший главный исполнительный директор

~Структура совместного владения холдинговой компании (большая часть принадлежит "Рено") и производственной компании (большая часть принадлежит французскому государству [46.36%] и [35%] холдинговой компании)

~Потеря прав акционерами, не имеющими контрольного пакета акций в пользу холдинговой компании или в пользу французского Правительства

~Отсутствие планов приватизации "Рено"

График - Вето акционеров на предлагаемую схему слияния "Вольво" и "Рено"

1990

Шведский автомобильный производитель "Вольво" и французский изготовитель "Рено" (большая часть компании принадлежит государству) создали так называемый "стратегический союз", купив акции подразделений легковых и грузовых автомобилей друг друга.

23 сентября 1993

"Вольво" выступает с предложением слияния с "Рено".

"Вольво" издает информационный бюллетень "Информация для акционеров "Вольво", в котором объяснялась суть слияния и было объявлено о созыве внеочередного общего собрания акционеров 9 ноября для голосования по слиянию.

5 октября 1993

Акциешпарарна, шведская ассоциация акционеров (ШАА), выпустила заявление в поддержку продолжающегося сотрудничества "Вольво" и "Рено", хотя в заявлении отмечалось, что было трудно получить коммерческую оценку предлагаемого слияния, т.к. "Вольво" не представило информации о прибылях и данные об оценке. ШАА заявляла также, что бюллетень "Информация для акционеров "Вольво"" не смог доказать, что слияние являлось наилучшим вариантом для обеих компаний. Она поставила под сомнение тот факт, что слияние может оказаться лучше, чем продолжение сотрудничества и укрепление стратегического союза двух компаний.

ШАА отметила несколько проблем, связанных с предлагаемым слиянием, среди которых были следующие:

- Структура владения акциями компании после слияния становилась очень сложной, акционерам "Вольво" было трудно понять, каково будет их новое положение в этой структуре;
- "Рено" являлось государственной компанией, у которой были планы, но не конкретный график приватизации;
- Французское государство, как владелец "Рено", должно было стать обладателем "золотой акции", что означало бы получением им права накладывать вето на любые сделки по поглощению или купле/продаже большого количества акций;
- Французское государство оставит за собой владение "золотой акцией" даже в случае приватизации "Рено".

Октябрь - начало ноября 1993

Шведская Ассоциация Акционеров печатает в октябрьском номере своего ежемесячного журнала обращение к своим членам голосовать против предлагаемого слияния. Полученные голоса составили 2.7% акционерного капитала или 2.3% всех голосов "Вольво АБ." (Также, как и в других шведских компаниях, в структуре капитала "Вольво" имеются акции двух классов: эти классы различаются правами голоса.)

175

Совет директоров Четвертого пенсионного фонда, второго по величине акционера "Вольво" (владеющего 7.5% голосующих акций) проголосовал в 8 голосами против 6 в пользу слияния. Четвертый пенсионный фонд - это инвестиционный фонд, управляемый профсоюзами; профсоюзы "синих воротничков" (производственных рабочих) проголосовали за слияние, а профсоюзы "белых воротничков" (служащих) голосовали против. Гуннар Гохансон, бывший исполнительный директор "Вольво" заявил, что "Вольво" должно остаться изготовителем автомобилей и не соединяться с конгломератом "Рено". Из-за продолжающихся споров по этому вопросу Совет директоров решил созвать второе собрание, которое в итоге проголосовало против слияния.

4 ноября 1993

ШАА выпускает обращение к Совету директоров "Вольво" отозвать предложение. В обращении говорилось, что Устав "Вольво" должен быть дополнен до того, как предложенное слиянии может быть осуществлено.

6 ноября 1993

"Вольво" выпускает еще один информационный проспект о предлагаемом слиянии. Некоторые акционеры не получили никакой информации до того, как они передали свои инструкции по голосованию ШАА или депозитарному банку. Другие акционеры не получили информацию до 9 ноября, т. е. до даты проведения внеочередного общего собрания акционеров.

В ответ на серьезные возражения акционеров "Вольво" против предлагаемого слияния, компания переносит проведение внеочередного общего собрания на 7 декабря 1993.

Середина ноября 1993

Несмотря на попытки руководства "Вольво" контролировать ситуацию, противостояние акционеров и работников "Вольво" предлагаемому слиянию растет. Шведская Ассоциация Акционеров продолжает требовать предоставления более полной информации о структуре компании после слияния.

Иностранные институциональные инвесторы анализируют эффект возможного слияния на структуру корпоративного управления "Вольво", "Рено" и объединенной компании.

"Вольво" переносит собрание второй раз. Новая дата проведения собрания - 19 января 1994.

1 декабря 1993

Сорен Джил, Главный исполнительный директор "Вольво", информирует Пьера Г. Гулленхаммера, Председателя Совета директоров "Вольво", о том, что Правление не поддерживает слияние.

Гулленхаммер сообщает "Рено" о том, что "Вольво" отказывается от сделки.

176

Из-за того, что сделка не состоялась, Гулленхаммер подает в отставку.

19 января 1994

Несмотря на то, что слияние не состоялось, внеочередное общее собрание акционеров проводится для того, чтобы избрать новый совет директоров после отставки Гулленхаммера.

Из всех членов совета переизбирается только Сорен Джил.

Весна 1994

Шведские и иностранные инвесторы проводят встречу с руководством "Вольво" и дают ему рекомендации улучшить процедуру раскрытия информации.

Раскрытие информации является одним из самых важных вопросов, постоянно обсуждаемых на общих собраниях акционеров крупных шведских акционерных обществ.

СЛОВАКИЯ

В 1996 году словацкий консультационный Центр в области бизнеса и банковского дела провел обследование 25 акционерных обществ, которые воплощали в жизнь "всеобъемлющие планы перестройки". Во время исследования 7 акционерных обществ заявили о "сильных изменениях", 12 - о "медленных изменениях", 4 сообщили о "тормозящих изменениях" и 2 - об "отсутствии изменений" на пути выполнения плана. Некоторые результаты исследования свидетельствуют о существовании прочной взаимосвязи между управлением и перестройкой.

ФАКТОР	ВЛИЯНИЕ	КОЛИЧЕСТВО АО
Количество отделений АО	Никакого влияния на изменения	
Состояние рынка Платежеспособность потребителей	Никакого влияния на изменения Никакого влияния на изменения	
Первоначальное финансовое состояние АО	Негативное влияние на изменения	6 АО - в финансовом кризисе - 3 - добились "медленных изменений" 3 - "отсутствия изменений"
Структура владения акциями	Большинство государственных компаний не включено в исследование Наилучшие результаты демонстрируют компании, принадлежащие правлению Худшие результаты - у компаний, принадлежащих инвесторам	
Роль наблюдательного совета	Сильная положительная взаимосвязь с изменениями	7 АО с "сильными изменениями": ■ Совет играет поддерживающую роль (2) ■ Совет играет ведущую роль (4) 6 АО с "отсутствием изменений" ■ Совет играет негативную роль (4) ■ Совет играет ограниченную роль (2)
Роль правления	Сильная положительная взаимосвязь с изменениями	7 АО с "сильными изменениями": ■ Правление играет ведущую роль в 21 из 25 компаний ■ ведущая роль (7) поддерживающая роль (14)
Участие банка	Пассивная или негативная в 19 из 25 случаях	Банк использует "пряник" в 1 случае Банк использует "кнул" в 5 случаях

88

Россия РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА

Когда австрийский фонд собирается инвестировать в какой-либо рынок за пределами Европейского Сообщества, Министерство финансов Австрии должно оценить этот рынок с точки зрения того, "насколько он признан в мире, какие на нем действуют законы, и как он в целом функционирует". Если Министерство решает, что рынок отвечает всем требованиям, фонд может инвестировать в зарегистрированные акционерные общества без ограничений; в случае, если Министерство определяет, что рынок не соответствует выдвигаемым критериям, фонд не имеет права инвестировать более 10% своих средств в акционерные общества на данном рынке. Министерство финансов Австрии одобрило Чехию, Венгрию, Польшу и Словакию, но не Россию, ограничивая, таким образом, поток инвестиций австрийских фондов в российские акционерные общества. (см. Приложение 7, статья "Управляющие австрийских фондов ждут признания России Министерством." *Российский портфель*, 7 августа 1995).

ХРАНЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ/ПРАВИЛА СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ/РЕГИСТРАЦИЯ АКЦИЙ

Весной 1996 года научно-исследовательская группа "ICR" провела "анализ западных портфельных инвестиций в Россию". Исследование проводилось для Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Управляющие инвестиционных фондов отвечали на вопросы, касающиеся привлекательности российского рынка, существующих рисков и недостатков, а также стратегии и методологии каждого фонда. Респонденты отмечали в качестве основных недостатков российского рынка ценных бумаг неадекватную систему хранения ценных бумаг (44%), отсутствие правил сделок с ценными бумагами (31%) и неадекватную систему процедур по клирингу и расчетам по ценным бумагам (26%).

ПРАВА АКЦИОНЕРОВ

После первичной приватизации компании "Коминнефть" в 1994 году цена её акций возросла в пять раз и достигли \$25 за акцию. Но затем два события испугали инвесторов: утечка в нефтепроводе и новость о том, что новые акции были секретно распределены между избранными инвесторами. Спрос на акции "Коминнефти" рухнул, и в настоящий момент они продаются по цене ниже \$2, что демонстрирует неуверенность инвесторов как в состоянии самой компании, так и в структуре управления. (См. Приложение 7, статья "Судьбы российского рынка открываются в американских депозитарных расписках." *Файнэнциал Таймз (The Financial Times)*. 3 декабря, 1996)

ПРАВА АКЦИОНЕРОВ

В ноябре 1996 года инвестиционный банк "ING Barings" отмечал, что акции "Сургутнефтегаз" будут продолжать продаваться со скидкой по сравнению с акциями других российских нефтяных компаний т. к инвесторы выражают озабоченность по поводу принятой в компании структуры управления. Несмотря на то, что "ING Barings" считает "Сургутнефтегаз" потенциально самым перспективным производителем из трех крупнейших нефтяных компаний России ("Лукойл", "Юганск" и "Сургутнефтегаз"), он бы мог рекомендовать Сургутнефтегаз только тем инвесторам, которые хотят рисковать, поскольку сомнения по поводу управления компанией, особенно в области соблюдения прав акционеров, не обладающих контрольным пакетом акций, сохраняются. (см. Приложение 7 "Нарушения выпуска акций "Сургутнефтегаза" Москоу Таймз (Moscow Times), 11 декабря 1996).

“Красный Октябрь”¹

Среднесрочные результаты - эффективное корпоративное управление и открытость

- Кто?** Руководители акционерных обществ, желающие повысить цену акций своих компаний и привлечь инвесторов
- Что?** Результат эффективного корпоративного управления и открытости - самая высокая привлекательность акций на рынке
- Когда?** Сразу же, затем - на постоянной основе
- Где?** В акционерных обществах, на российском и международном рынках ценных бумаг
- Зачем?** Способствовать максимальному повышению цены на акции, облегчать программы финансирования в настоящем и будущем
- Как?** Организовать эффективное корпоративное управление
- Принять меры по обеспечению высокого уровня прозрачности эмитента
Способствовать созданию репутации высокой надежности и открытости информации и завоеванию уважения к ней со стороны инвесторов
Распространять информацию о компании для инвесторов

¹ См. Приложение I “Некоторые термины рынка капитала.” Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

“Красный Октябрь”

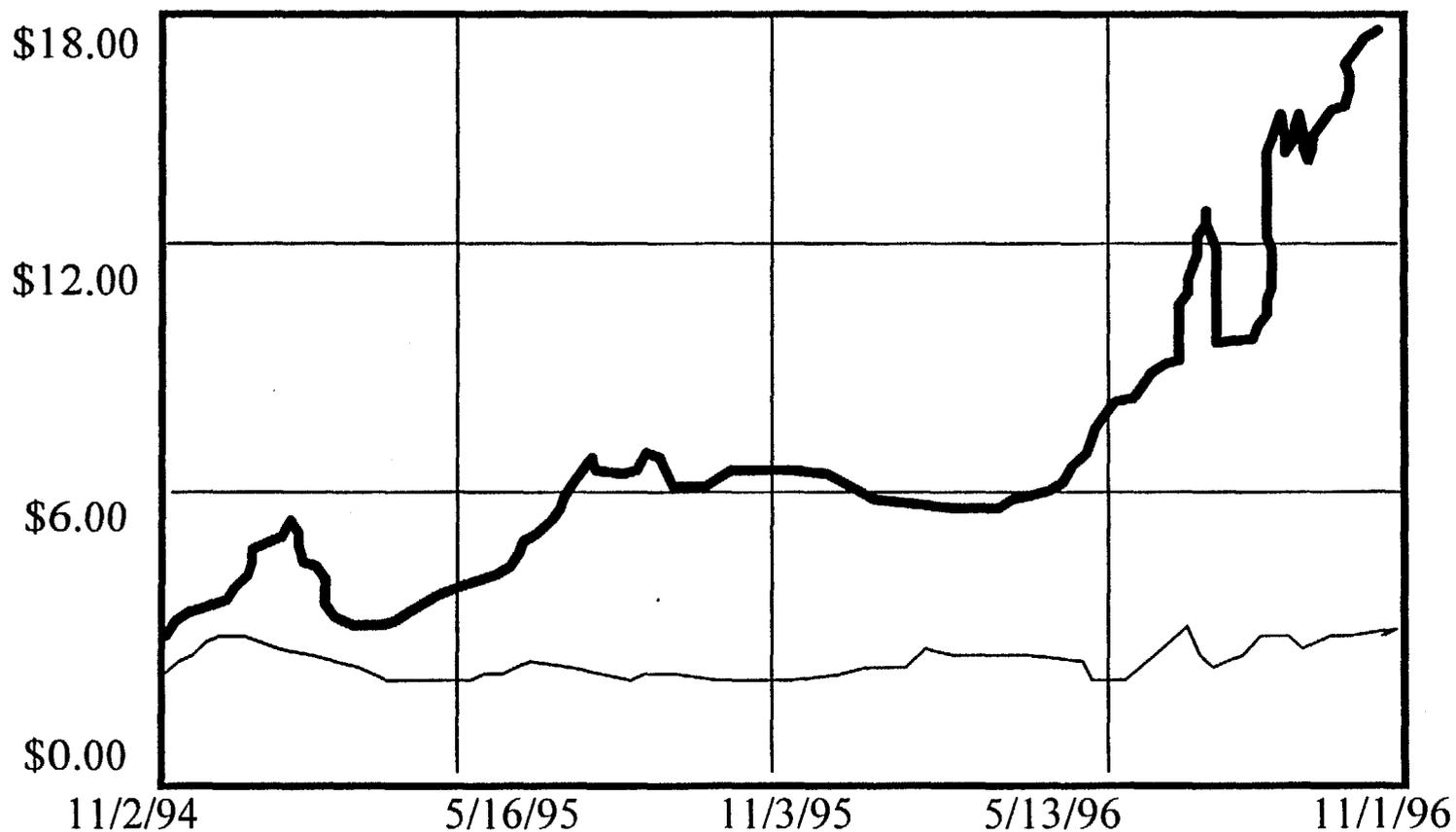
Благоприятные результаты эффективного корпоративного управления и информационной открытости

	Январь 1995	Февраль 1997
Цена акций	\$ 3,4	\$25
Рыночная капитализация	\$28 млн.	\$209 млн.

181

Сравнительный график движения цены акций "Красного Октября" и общего индекса АСП-Дженерал (\$США)

— Красный Октябрь — Общий индекс



182

** График подготовлен по материалам "Скейт Пресс"

“Красный Октябрь”
Основные финансовые показатели

	1994	1995	9 месяцев 1996
Доход (млн. руб.)			
Валовая выручка	228.137	596.081	492.888
Чистая прибыль	48.519	136.457	65.861
Коэффициент прибыльности (%)	21,31	22,89	13,36
Показатели балансового отчета (млн. руб.)			
Текущие активы	83.092	158.938	234.813
Дебиторская задолженность	4.678	34.774	75.534
Долгосрочные активы	27.926	114.657	241.350
Итого активов	111.018	273.593	476.163
Краткосрочные обязательства	24.496	41.741	72.084
Кредиторская задолженность	17.683	37.638	40.774
Долгосрочные обязательства	3.645	1.035	0
Итого обязательств	28.141	42.776	72.064
Акционерный капитал	82.878	230.817	404.078
Коэффициенты			
Текущие активы/Краткосрочные обязательства	3,4	3,8	3,3
Итого обязательств/Акционерный капитал	0,34	0,19	0,18
Цена/Выручка (в расчете на одну акцию)	2,20	1,39	7,12

Источник: “Скейт Пресс”

183

Кто?
Руководители акционерных обществ,
которые хотят повысить цены акций своих компаний и привлечь инвесторов

Критерии:

- быть готовым к работе с инвесторами как российскими, так и иностранными.
- сотрудничать с брокерами, дилерами, средствами массовой информации, и другими участниками рынка ценных бумаг и организациями, составляющими его инфраструктуру.
- быть готовым к раскрытию информации о своей деятельности не только в рамках Закона об акционерных обществах, но также и в соответствии с пожеланиями инвесторов; причем чем более информационно открытым является акционерное общество, тем более привлекательно оно для инвесторов.
- работать с независимыми регистраторами.
- строго выполнять положения Закона об акционерных обществах.

189

Что?

Эффективное корпоративное управление и информационная открытость => повышенная привлекательность акций компании

Достижение высокой привлекательности акций для инвесторов в результате создания системы эффективного корпоративного управления и информационной открытости. Последняя включает в себя прежде всего следующее:

- Подробную информацию о производственной деятельности.
- Информацию об имеющемся оборудовании.
- Финансовую отчетность.
- Стратегический план развития.
- Бизнес-план.
- Инвестиционный план.
- Политику ценообразования.
- Постоянное информирование акционеров, прессы, профессионалов, связанных с рынком ценных бумаг, о всех важных событиях, связанных с акционерным обществом.

Правление должно быть подготовлено к работе с инвесторами, хорошо знать и соблюдать их права.

125

Зачем?

**Эффективное корпоративное управление и высокая курсовая стоимость акций
- условие увеличения акционерного капитала и залог успешного решения всех финансовых проблем**

С целью притока денежных средств для решения задач модернизации и развития производства, выполнения программ финансирования как в настоящем, так и в будущем, а также достижения финансовой устойчивости компании возникает необходимость увеличения акционерного капитала, что достигается через эмиссию акций и их реализацию на рынке ценных бумаг.

Высокая цена и ликвидность акций предоставляют рядовым акционерам потенциальную возможность в случае необходимости реализовать акции по рыночной цене и получить доход от разницы в курсовой стоимости акций.

106

Как?

Организовывать эффективное корпоративное управление,

что означает создание системы взаимодействия трех составляющих структуру акционерного общества сторон (акционеры, совет директоров и правление), а также способы представления их интересов. Это включает в себя следующие основные понятия:

- Права, обязанности сторон и их взаимодействие в рамках акционерного общества.
- Общие юридические нормы, в рамках которых функционирует акционерное общество.
- Общепринятая практика поведения и взаимоотношений в рамках юрисдикции.

Принять меры по обеспечению высокого уровня прозрачности эмитента,

что означает обеспечение прозрачности при новых эмиссиях в соответствии с процедурами, определенными в Постановлении Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 19 от 17 сентября 1996 г.

Способствовать созданию репутации высокой надежности и открытости информации и завоеванию уважения к ней со стороны инвесторов,

что означает необходимость предоставления инвесторам по первому требованию всей запрашиваемой ими информации (в рамках законодательства и существующей практикой), а также стремление к завоеванию высокой оценки правдивости и надежности этой информации.

Распространять информацию о компании для инвесторов,

что означает использовать все возможности для распространения информации о компании через средства массовой информации, специализированные издания, а также через брокерско-дилерские компании и другие организации, работающие на рынке ценных бумаг.

187

Красный Октябрь **Вопросы для обсуждения**

12 апреля 1997 года на ежегодном общем собрании акционеры проголосовали за увеличение дивидендов по обыкновенным акциям с 1800 до 1900 рублей и одобрили выпуск приблизительно 1,5 миллиона привилегированных акций номинальной стоимостью 1.000 рублей за акцию. Сразу после собрания в прессе появились детали планов компании по финансированию ранее объявленных расходов в размере 100 миллионов долларов США в период с 1997 по 2000 годы:

- Привилегированные акции - выпуск ожидается в первой половине 1997 года, размещение по цене 75-80% от рыночной цены обыкновенных акций на период эмиссии;
- Компания планирует выпуск Еврооблигаций в четвертом квартале 1997 года на сумму в 20 миллионов долларов США;
- Компания ведет переговоры о возможности получения от Европейского Банка Реконструкции и Развития (ЕБРР) кредита на сумму в 15 миллионов долларов, окончательное решение будет принято в ближайшем будущем.

Выполните, пожалуйста, следующее:

- Обсудите результаты размещения акций осени 1994 года, а также причины того, что не все акции были размещены. В Ваше выступление Вы должны включить выводы и уроки первого размещения, которые будут полезны при планировании новой эмиссии;
- Рассмотрите предлагаемые источники финансирования расходов компании на период с 1997 по 2000 годы. В интересах достижения сбалансированного подхода и полного удовлетворения запросов компании, пожалуйста, разберите дополнительные источники поступления финансовых ресурсов (например, внутренний денежный поток и дополнительный выпуск обыкновенных акций). Вам необходимо остановиться на преимуществах и недостатках каждого источника финансирования, а также рассмотреть особенности его применения с точки зрения корпоративного управления.
- Определите, какой орган (ежегодное общее собрание акционеров, совет директоров или правление) уполномочен принимать решение об одобрении того или иного источника финансирования?

Сделайте предположения на основе полученной информации о том, какие сведения или материалы о компании не были предоставлены.

Базовая информация для Вашего обсуждения:

Конкуренция и необходимость модернизации

Коэффициент прибыльности и доход снизились в 1996 году, (несмотря на высокие показатели в 1995 г) в основном из-за конкуренции. Ожидается, что конкуренция со стороны кондитерских фабрик, принадлежащих иностранным предпринимателям, усилится. Конкуренция снизила долю рынка "Красного Октября" и ограничила способность компании повышать цену на свою продукцию. Ситуация усугубилась из-за остановки нескольких производственных линий, которые нуждались в ремонте. Для того, чтобы обеспечить рост производства, компании необходимо провести модернизацию имеющихся мощностей, открыть региональные дочерние предприятия и разработать сеть распределения продукции.

Доход

В случае выполнения вышеперечисленных условий, доход компании, по мнению финансовых специалистов, начнет расти вновь и к 2000 году выйдет на уровень 1995 года.

Финансовое состояние

Финансовое состояние компании стабильное. В прошлом, основное финансирование на покрытие затрат капитала и инвестирование поступало из внутреннего денежного потока. Но в 1996 компания увеличила баланс краткосрочных задолженностей для того, чтобы получить дополнительные средства. Поскольку компания проводила политику по привлечению акционерного капитала, а не заема средств, в настоящий момент она не имеет задолженности. Но сейчас проценты по задолженностям становятся меньше, и поэтому "Красный Октябрь" может начать брать среднесрочные ссуды или кредиты.

Опыт предыдущих эмиссий акций

"Красный Октябрь" был одной из первых компаний, осуществивших новую после приватизации эмиссию акций. Она стала своего рода пионером в области соблюдения требований раскрытия информации. Однако, размещение акций проходило нелегко. В конце 1994 года компании удалось разместить только 1,9 миллион акций из выпущенных 3,5 миллионов. Индивидуальные инвесторы не проявили ожидаемый интерес, интерес иностранных инвесторов был также незначительным в

189

силу многих причин, среди которых в частности, была статья в лондонской газете "Файненшиал Таймз", предостерегающая инвесторов от приобретения акций российских предприятий.

В первой половине 1996 года компания предложила к продаже 2 миллиона акций. Акции этой эмиссии продавались с трудом. В конечном итоге правительство Москвы приобрело 1,65 миллионов акций в обмен на основные средства (недвижимость), и остальные 0,35 миллиона были приобретены различными инвесторами. Цена предложения была 8,75 долларов США за акцию, т. е. выше чем рыночная цена акций в тот период времени (в начале 1996 года она составляла 5,25 долларов США).

Текущее состояние акций компании

Акции компании продаются в российской торговой системе и включены в "РТС 24" - список, состоящий из 24 предприятий, акции которых имеют наибольший объем продаж на российском фондовом рынке. По данным компании "ING Barings" 30% акций компании принадлежат иностранным портфельным инвесторам; "Красный Октябрь" участвует в программе компании "ING Barings" по выпуску Российских депозитарных расписок. В апреле 1997 года акции компании продавались по цене 20 долларов, что значительно выше балансовой стоимости, которая составляла менее 10 долларов. Общее количество размещенных акций составляло 8,355,775. Когда одного из специалистов по инвестициям спросили, почему "Красный Октябрь" является одним из лидеров российского фондового рынка (наряду с телекоммуникационными и энергетическими компаниями, он ответил: "в основном, потому, что компания проводит политику открытости, и это общеизвестно, а также потому, что она считается лучшей российской компанией в своей отрасли."

Вопросы, волнующие акционеров

Некоторых акционеров волнует вопрос о "размывании"; другие обеспокоены возможным ростом задолженности АО. Общие вопросы, волнующие всех - это сохранение конкурентоспособности и прибыльности.

1990

“Красный Октябрь”¹

ДЕЛОВАЯ СИТУАЦИЯ²

Основной этап приватизации прошел в России относительно быстро и легко. Но, как оказалось, главные трудности ждали предприятия и тех, кто на них работает и ими управляет уже после их официальной приватизации. Независимость приватизированных предприятий от государства имела для них не только свои положительные, но и отрицательные моменты. И одним из основных, особенно с учетом чрезвычайно сложного финансово-экономического положения государства, является полное отсутствие всяких надежд на получение государственных инвестиций. Однако, развитие производства невозможно без привлечения инвестиций со стороны, что заставляет предприятия, и прежде всего руководящие органы тех акционерных обществ, к которым они принадлежат, изыскивать возможные источники инвестиций.

Фактически существовало только два основных источника инвестиций для акционерных обществ открытого типа: банковские кредиты и дополнительная эмиссия акций. Так как банковское кредитование связано с выплатой высоких процентов, дополнительная эмиссия акций остается практически единственным возможным способом для большинства российских предприятий, работающих на рынке капитала получить инвестиции для развития своего производства. Причем перед акционерным обществом в этом случае встает не только проблема оптимальным образом организовать эмиссию, но и эффективно разместить свои акции. Объем поступающих инвестиций в этом случае в первую очередь определяется рыночной ценой продажи акций. В стоимость же акций входят несколько составляющих, причем одной из определяющих является правильно и оптимально построенная система корпоративного управления.

Базовая информация о предприятии

Кондитерская фабрика “Красный Октябрь” была основана в 1867 году. В ноябре 1992 года государственное предприятие Московская кондитерская фабрика “Красный Октябрь” было зарегистрировано как акционерное общество открытого типа. В конце 1994 года число акционеров АО “Красный Октябрь” составляло около 10 тысяч. В администрации АО “Красный Октябрь” работали 35 сотрудников, средний стаж работы которых составлял приблизительно 16 лет. Администрация руководила деятельностью приблизительно 3.000 работников.

¹ Эта деловая ситуация подготовлена компанией CFED в декабре 1996 года на основе информации, предоставленной компаниями “Прайс Уотерхаус” и “Скейт-Пресс”. Мы не проводили независимую проверку этой информации, но верим в её достоверность.

² Настоящий текст был подготовлен компанией CFED. Он представляет собой неотъемлемую часть настоящего пособия и проводимого семинара. Участники могут обращаться к приложению I “Некоторые термины рынка капитала” во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

191

“Красный Октябрь” был зарегистрирован как акционерное общество открытого типа с уставным капиталом в 224 миллиона рублей, состоящего из 159.041 обычной акции и 64.960 привилегированных акций (принадлежавших Московскому фонду имущества). Все акции имели номинальную стоимость в 1.000 рублей. В августе 1993 года фонд имущества передал привилегированные акции обратно “Красному Октябрю”, и они были конвертированы в обычные. Было произведено дробление акций в акции номиналом 100 рублей (2,24 миллиона акций). В декабре 1993 года акционеры проголосовали за увеличение уставного капитала до 2,24 миллиарда рублей, объясняя свое решение имевшей место в то время гиперинфляцией, с одновременным увеличением номинальной стоимости акций до 1.000 рублей.

В результате приватизации 51% акций общества перешли его руководству и работникам, 20 % приобрели поставщики и смежники, причем большая часть этих акций попала в руки различных акционеров, участвующих в чековых и денежных аукционах.

В 1993 году “Красный Октябрь” произвел более 59 тысяч тонн продукции, 60% которой было продано в Московском регионе, 28% в других регионах России и 12% экспортировано (в основном в Афганистан и Монголию). Основными видами продукции являются леденцы (36%) и карамель (37%). Остальные 27% представлены различными видами конфетной продукции, прежде всего, шоколадными конфетами, шоколадом и какао порошком. В настоящее время “Красный Октябрь” производит более чем 250 наименований кондитерских и шоколадных изделий, включая такие известные конфеты, как “Мишка косолапый” и карамель “Раковые шейки”.

Стратегия развития

Совет директоров акционерного общества и руководители предприятия считали, что генеральной стратегической линией “Красного Октября” должно было быть сохранение ведущих позиций в кондитерской промышленности России в отношении качества, объема производства и продаж. Популярность среди российских покупателей и высокий спрос на продукцию предприятия позволило ему установить сравнительно высокие цены. Положительное для “Красного Октября” значение имели также меры правительства, направленные на защиту российского рынка от иностранной кондитерской продукции. Несколько мультинациональных кондитерских компаний пытались пробиться на рынок России. Поэтому руководство акционерного общества считало, что в будущем российскую кондитерскую промышленность ожидает период консолидации, т.к. мощные мультинациональные компании будут объединяться с российскими производителями или приобретать неперспективные российские компании.

В марте 1994 года на рассмотрение ежегодного общего собрания акционеров были представлены следующие основные направления стратегического развития компании: усиление влияния в российских регионах: завершение строительства в Коломне фабрики по производству конфет, с этой целью компания надеялась найти партнера для совместного

192

предприятия. В порядке подготовки к возможной консолидации в кондитерской промышленности создать финансовую холдинговую группу с целью приобретения акций предприятий российской кондитерской промышленности. Увеличить производство самого популярного вида продукции - конфет "Мишка косолапый", с этой целью приобрести в Европе новую технологическую линию. Диверсифицировать продукцию путем выпуска нового вида - жареные орешки в пакетиках. Несмотря на то, что внутренний рынок достаточно прибылен, увеличить экспорт с целью обеспечить постоянный приток твердой валюты. Производственными целями всех технологических линий должны быть повышение эффективности и полное удовлетворение потребностей рынка.

Амбициозная стратегия развития компании требовала значительных финансовых средств. Это понимали все присутствующие. Акционеры согласились на повторное увеличение уставного капитала, но насколько. "Красному Октябрю" необходимы были 4,5 миллиона долларов только на создание новой технологической линии для производства популярных шоколадных конфет "Мишка косолапый". Необходимы были также миллионы долларов на пополнение оборотного капитала, ремонт и усовершенствование 43 производственных линий, не говоря уже о средствах на строительство новой кондитерской фабрики в Коломне.

Собрание приняло решение увеличить уставной капитал на 7,76 миллиарда рублей, доведя его таким образом до 10 миллиардов. С этой целью необходимо было выпустить 7,76 миллиона акций номинальной стоимостью 1.000 рублей. Акционеры проголосовали также за выплату 2,24 миллионов акций в виде дивидендов. Необходимо было, таким образом, продать 5,52 миллиона акций. Содействие "Красному Октябрю" в решении этой проблемы оказывал его давний партнер - инвестиционно-финансовая компания "Грант". Однако в период с мая по июль 1994 года было продано только 15.000 акций. Руководство акционерного общества, понимая, что существует возможность найти более эффективный способ увеличения капитала, решило изыскать другие возможные варианты.

Решение проблемы

Руководители акционерного общества сразу отвергли идею банковского кредита из-за чрезвычайно высоких процентов, связанных отчасти с нейтрализацией инфляционных рисков. Аналогичная ситуация была и с выпуском и продажей, в том числе и за границей, облигаций. Руководство рассматривало возможность частного размещения акций, но отвергло эту идею, т.к. в соответствии с существующими в то время законодательными нормами частное размещение на эмиссию, превышающую 50 миллионов рублей было запрещено.

В октябре 1994 года английский коммерческий банк "Самуэль Монтегю", при поддержке британского фонда "Бритиш Ноу Хау Фанд", предложил "Красному Октябрю" и фирме "Грант" оказать содействие в организации продажи акций и, прежде всего, на западных рынках. Руководители "Красного Октября" ухватились за эту идею, так как они понимали, что имея у себя за спиной такой влиятельный коммерческий

193

банк, как “Самуэль Монтегю” и связанный с ним целый консорциум финансовых институтов они смогут не только продать свои акции, но и сделать это по сравнительно высокой цене. Они также пришли к выводу, что 2 миллиона из 5,5 миллионов разрешенных к выпуску акций будут предназначены для стратегического инвестора, а 3,5 миллиона - для российских и западных портфельных инвесторов как институциональных, так и индивидуальных. Такая комбинация преследовала две цели: во-первых, она должна была быстро обеспечить компанию наличными деньгами и расширить спектр возможных инвесторов и, во-вторых, предоставить возможность какому-либо инвестору, российскому или иностранному, имеющему долговременные цели в отношении российской кондитерской промышленности приобрести значительный пакет акций “Красного Октября”.

Организация продажи акций

Разрабатывая стратегию продажи акций, представители инвестиционной компании “Грант”, а также специалисты банка “Самуэль Монтегю” пришли к выводу, что из 3,5 миллиона акций, предложенных портфельным инвесторам, 1 миллион будет продан российским индивидуальным инвесторам, 1,5 миллиона российским институциональным инвесторам и 1 миллион иностранным инвесторам. Основными пунктами продажи акций в России были определены Москва, Санкт-Петербург и Екатеринбург. Период продажи был определен в две недели. Столь короткий срок объяснялся желанием избежать влияния инфляции на цену акций, а также изолировать от влияния возможных макроэкономических и прочих рисков. С целью реализации акций “Красного Октября” в России компанией “Грант” из своих сотрудников была создана группа продажи. Торговым агентом на западных рынках была выбрана брокерская фирма “Джеймс Кэпел”, дочерняя брокерская компания банка “Самуэль Монтегю.”

Большое внимание было уделено составлению проспекта эмиссии. “Грант” и “Самуэль Монтегю” старались предоставить потенциальным инвесторам как можно больше информации о финансовом состоянии “Красного Октября” с тем, чтобы завоевать их доверие.

Одним из сложных и ответственных моментов ставшим перед организаторами продажи акций был вопрос установления стартовой цены акций. Американская консалтинговая фирма “Прайс Уотерхаус” предложила цену в 5 долларов за акцию проведя оценку методом дисконтированных денежных потоков (оценка не была связана с продажей акций), банк “Самуэль Монтегю”, оценив чистые активы, предложил цену в 10 долларов за акцию, а фирма “Джеймс Кэпел”, осуществив оценку сравнительную с подобными предприятиями в других странах Восточной Европы, предложила продавать акции по цене 6,50 долларов. Представители компании “Грант”, предложив продавать акции по цене 6 долларов (20.000 рублей), отметили также, что это существенно превышает текущую цену акций “Красного Октября” на российском рынке, равную 10.000 рублей.

1994

Была проведена значительная работа по организации в средствах массовой информации России и Великобритании рекламной компании по продаже акций "Красного Октября". Однако вплоть до декабря 1994 года основные задачи, поставленные перед компанией "Грант" и банком "Самуэль Монтегю" решены не были. Из 3,5 миллионов акций, предложенных портфельным инвесторам было продано лишь 1,9 миллиона.

Предложение банка "МЕНАТЕП" на покупку акций "Красного Октября"

11 июля 1995 года инвестиционная компания "Альянс-МЕНАТЕП" поместила объявление в газетах "Коммерсант" и "Moscow Times" с предложением о покупке 51% акций "Красного Октября" у настоящих акционеров по цене 7,50 долларов за акцию. Действие этого предложения заканчивалось 25 июля. Объявление было сделано инвестиционной компанией "Альянс-МЕНАТЕП" от имени своего клиента АО "Колосс", крупнейшего московского комбината пищевых продуктов, чьим финансовым консультантом она являлась. Банк "МЕНАТЕП" в свою очередь являлся акционером АО "Колосс", владеющим большей частью его акций. В объявлении утверждалось, что в планы "Колосса" не входит изменение состава администрации "Красного Октября". Подобное предложение явилось типичным примером публичного тендера заявок на покупку акций.

Что же такое публичный тендер заявок на покупку акций? Суть понятия: покупатель публично объявляет о своем намерении купить контрольный пакет или все акции какой-либо компании, предлагает единую цену покупки и приглашает акционеров этой компании подавать заявки на продажу принадлежащих им акций по этой цене в течение заранее объявленного срока. Покупатель собирает заявки на продажу и, если в результате оказывается, что собранные заявки представляют необходимое покупателю количество акций, то покупатель осуществляет покупку и платит за заявленные акции. Если же необходимое, заранее объявленное количество заявок не подано, то покупатель имеет право отказаться от своего намерения купить акции данной компании, не составляющие нужного пакета, или продлить срок действия своего предложения. Кроме того, акционеры в течение всего срока действия предложения свободны отзываться свои акции и при желании снова их подавать до истечения объявленного срока. Подсчет и хранение заявок осуществляется третьим лицом - депозитарием - для обеспечения объективности подсчета и сохранности документов.

Цена, которую предложил за обыкновенную акцию "Красного Октября" "Альянс-МЕНАТЕП" составила 7,50 долларов. 3 июля 1995 года цена акций "Красного Октября" составляла 5,38 долларов, а после опубликования объявления в газете она поднялась до 6,7 долларов. 51% из 6,3 миллиона действующих акций обошлось бы формальному покупателю - АО "Колосс" - в 24,3 миллиона долларов. Причем, если чистая прибыль "Красного Октября" за 1994 год составила 13,7 миллионов долларов (48.519 миллионов рублей), то, как оказалось впоследствии, за 1995 год она была равна 29,4 миллионов долларов (136.457 миллионов рублей).

195

Объявление о публичном тендере первоначально ошеломило руководство как "Красного Октября", так и компании "Грант". В обращении к акционерам совет директоров АО "Красный Октябрь", в частности, заявил: "Данное предложение не было одобрено руководством фабрики и согласовано с ним. Несмотря на это, в настоящий момент Совет АО рассматривает данное предложение с точки зрения его выгоды как для предприятия, так и для акционеров".

Впоследствии "Красный Октябрь" совместно со своим финансовым консультантом фирмой "Грант" разработал комплекс защитных мер. После окончания срока тендера "Альянс - МЕНАТЕП" не продлил его действие несмотря на то, что ему не удалось набрать необходимое количество акций. В результате "Колоссу" удалось приобрести только 0,1% акций, ещё 2% акций "Красного Октября" принадлежат дочерним предприятиям банка "МЕНАТЕП".

196

АО "Тяжпром"¹

Открытость и права акционеров, не имеющих контрольного пакета акций

- Кто? Руководители, перед которыми стоят вопросы изменения структуры владения акциями или проблемы отношения с акционерами
- Что? Если имеется возможность выбора между решением, определенным тактической целесообразностью и решением, обусловленным практикой эффективного корпоративного управления и информационной открытостью - выберите последнее
- Когда? Всегда
- Где? Внутри АО, его филиалах и органах управления
- Зачем? - Чтобы избежать отмены решений из-за несоблюдения требований законодательства
- Чтобы облегчить процесс привлечения капитала: инвесторы "платят" за соблюдение норм корпоративного управления и раскрытия информации
- Как? - Открытость - готовность к раскрытию информации
- Соблюдение прав акционеров, не имеющих контрольного пакета акций
- Соблюдение требований законодательства

¹ См. Приложение 1 "Некоторые термины рынка капитала". Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

197

Кто?

Руководители, которыми приходится решать проблемы изменения структуры владения акциями и связанные с этим вопросы Пример - АО "Тяжпром"

Предыстория:

В попытке улучшить правовой контроль за дочерними предприятиями, АО "Тяжпром" решило укрепить связи с дочерними компаниями за счет сложной обменной операции с акциями. АО понимает, что акционеры, не имеющие контрольного пакета акций, не хотят считаться с его интересами. Эта проблема волнует АО "Тяжпром", т. к. одним из вариантов обмена акций является возможность обмена акций дочерних компаний "Тяжпрома" на акции главной дочерней компании "Тяжпрома".

Проблема:

АО "Тяжпром" опасается потерять контроль за своей главной дочерней компанией

Действие:

Понимая, что существует риск потери контроля за главной дочерней компанией, АО "Тяжпром" решило предпринять секретную эмиссию акций этой компании (АО "Тяжпром" контролировало совет директоров компании). Цена на новые акции была назначена по номиналу (т.е. значительно ниже рыночной).

АО "Тяжпром" купило всю эмиссию, закрепив, таким образом, свой контроль.

198

Что?

**Выбор между тактической целесообразностью и решением, обусловленным практикой
эффективного корпоративного управления и информационной открытостью
Пример - АО "Тяжпром"**

Совет директоров АО "Тяжпром" выбрал тактическую целесообразность - принял неправильное решение.

Даже предположив, что акционеры главного дочернего предприятия передали полномочия принять решение по поводу эмиссии акций совету директоров, и что у акционеров не было преимущественных прав на приобретение акций новой эмиссии (не оговорено в Уставе главного дочернего предприятия или акционеры главного предприятия отказались от этих прав), АО "Тяжпром" и его главная дочерняя компания сделали неправильный выбор:

- Закон об акционерных обществах четко оговаривает, что акции новых эмиссий должны иметь "рыночную цену"
- Принятое решение демонстрирует несоблюдение прав акционеров, не имеющих контрольного пакета акций
- Такое решение размывает пакеты акционеров, не имеющих контрольного пакета акций.

199

Почему?

Следует выбирать путь эффективного корпоративного управления и раскрытости информации

Для того, чтобы:

Избежать отмены решений из-за несоблюдения законодательства

Контроль за деятельностью АО будет усиливаться. Лучший способ избежать отмены определенных решений - это принимать правильные с точки зрения законодательства решения. Отмена решений может причинить значительный ущерб - пример: установление заниженной цены на акции главной дочерней компании.

Облегчить процесс привлечения нового капитала: инвесторы "платят" за соблюдение норм эффективного корпоративного управления и раскрытие информации

Как правило, инвесторы платят больше за акции компаний, которые следуют практике эффективного корпоративного управления АО и соблюдают требования к раскрытию информации, и наоборот:

Отсутствие системы соответствующего корпоративного управления и раскрытия информации ведет к=>
неуверенности, которая в свою очередь приводит к =>
появлению риска, в результате чего =>
цена, устанавливается в соответствии с существующими рисками, что определяет =>
более низкие цены на акции (или вообще отсутствие продаж).

1200

Как?

Открытость

Раскрытие информации должно выходить за рамки формальных требований к раскрытию информации. Очень важно информировать инвесторов о планах компании, касающихся новых эмиссий и других значительных мероприятий.

Уважение прав акционеров, не имеющих контрольного пакета акций

Избегать практику неуважения интересов акционеров, например, неполное раскрытие информации (непостоянная и бессистемная связь с акционерами); отказа от использования преимущественных прав (т.к. он угрожает интересам) и несоблюдения законодательных требований, касающихся руководящих органов (например, право доступа к ним - участие в собраниях).

Соблюдение требований законодательства

Следовать не только букве закона, но и его смыслу. Не пытаться искать лазеек, которые могут возникнуть в связи с введением новых законов и подзаконных актов.

Акционерное общество “Тяжпром”
Вопросы для обсуждения

Ваша команда должна аргументировано защитить одну из следующих точек зрения или ответить на вопрос:

- Положительное заявление: Действия АО “Тяжпром” были оправданны и правомочны (привести доказательства);
- Отрицательное заявление: Действия АО “Тяжпром” были незаконны, даже если они могли быть оправданы наличием какой-либо “лазейки” в законе, они нарушили его смысл и будут иметь негативный эффект на возможность выхода компании на международные рынки (включая выпуск АДР);
- Альтернативная позиция: Как АО “Тяжпром” должно было определить создавшуюся ситуацию и разрешить ее.

Прочитайте соответствующие статьи Закона “Об акционерных обществах”, а также сделайте предположения об Уставе АО и предыдущих решениях общего собрания акционеров.

102

Статья 11. Устав общества

1. Устав общества является учредительным документом общества.
2. Требования устава общества обязательны для исполнения всеми органами общества и его акционерами.
3. Устав общества должен содержать следующие сведения:
 - полное и сокращенное фирменные наименования общества;
 - место нахождения общества;
 - тип общества (открытое или закрытое);
 - количество, номинальную стоимость, категории (обыкновенные, привилегированные) акций и типы привилегированных акций, размещаемых обществом;
 - права акционеров - владельцев акций каждой категории (типа);
 - размер уставного капитала общества;
 - структуру и компетенцию органов управления общества и порядок принятия ими решений;
 - порядок подготовки и проведения общего собрания акционеров, в том числе перечень вопросов, решение по которым принимается органами управления общества квалифицированным большинством голосов или единогласно;
 - сведения о филиалах и представительствах общества;
 - иные положения, предусмотренные настоящим Федеральным законом.
- Уставом общества могут быть установлены ограничения количества акций, принадлежащих одному акционеру, и их суммарной номинальной стоимости, а также максимального числа голосов, предоставляемых одному акционеру.
- Устав общества может содержать другие положения, не противоречащие настоящему Федеральному закону и иным федеральным законам.
4. По требованию акционера, аудитора или любого заинтересованного лица общество обязано в разумные сроки предоставить им возможность ознакомиться с уставом общества, включая изменения и дополнения к нему. Общество обязано предоставить акционеру по его требованию копию действующего устава общества. Плата, взимаемая обществом за предоставление копии, не может превышать затрат на ее изготовление.

Статья 12. Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции

1. Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции осуществляется по решению общего собрания акционеров. Внесение в устав общества изменений, связанных с уменьшением уставного капитала общества, осуществляется на основании решения об уменьшении уставного капитала общества, принятого общим собранием акционеров.

Внесение в устав общества изменений, связанных с увеличением уставного капитала общества, осуществляется на основании решения об увеличении уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или размещения дополнительных акций, принятого общим собранием акционеров или советом директоров (наблюдательным советом) общества, если в соответствии с решением общего собрания акционеров или уставом общества последнему принадлежит право принятия такого решения, и решения совета директоров (наблюдательного совета) общества об утверждении итогов размещения дополнительных акций.

Увеличение уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций регистрируется в размере номинальной стоимости размещенных дополнительных акций. При этом количество объявленных акций определенных категорий и типов должно быть уменьшено на число размещенных дополнительных акций этих категорий и типов.

2. Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции осуществляется по решению общего собрания акционеров, принятому большинством в три четверти голосов акционеров - владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров, а в случае, предусмотренном абзацем третьим пункта 1 настоящей статьи, - на основании решения общего собрания акционеров, принятого большинством голосов принимающих участие в общем собрании акционеров, или решения совета директоров (наблюдательного совета) общества, принятого единогласно.

Статья 28. Увеличение уставного капитала общества

1. Уставный капитал общества может быть увеличен путем увеличения номинальной стоимости акций или размещения дополнительных акций.

2. Решение об увеличении уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций и о внесении соответствующих изменений в устав общества принимается общим собранием акционеров или советом директоров (наблюдательным советом) общества, если в соответствии с уставом общества или решением общего собрания акционеров совету директоров (наблюдательному совету) общества принадлежит право принятия такого решения.

3. Дополнительные акции могут быть размещены обществом только в пределах количества объявленных акций, установленного уставом общества.

Если решение вопроса об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций находится в компетенции общего собрания акционеров, то решение об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций может быть принято общим собранием акционеров одновременно с решением об увеличении количества объявленных акций.

Решение об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций в пределах количества объявленных акций может быть принято советом директоров (наблюдательным советом) общества, если в соответствии с уставом общества или решением общего собрания акционеров ему принадлежит право принятия такого решения.

Решением об увеличении уставного капитала общества путем размещения дополнительных акций должны быть определены количество размещаемых дополнительных обыкновенных акций и каждого типа привилегированных акций в пределах количества объявленных акций этой категории (типа), сроки и условия их размещения, в том числе цена размещения дополнительных акций общества для акционеров, имеющих в соответствии с настоящим Федеральным законом преимущественное право приобретения размещаемых акций.

4. Увеличение уставного капитала общества путем выпуска дополнительных акций при наличии пакета акций, предоставляющего более 25 процентов голосов на общем собрании акционеров и закрепленного в соответствии с правовыми актами Российской Федерации о приватизации в государственной или муниципальной собственности, может осуществляться в течение срока закрепления только в случае, если при таком увеличении сохраняется размер доли государства или муниципального образования.

Статья 32. Права акционеров - владельцев привилегированных акций общества

1. Акционеры - владельцы привилегированных акций общества не имеют права голоса на общем собрании акционеров, если иное не установлено настоящим Федеральным законом или уставом общества для определенного типа привилегированных акций общества.

Привилегированные акции общества одного типа предоставляют акционерам - их владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость.

2. В уставе общества должны быть определены размер дивиденда и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость 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 общества установлен порядок их определения. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций.

Акции двух и более типов, то уставом общества должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов и ликвидационной стоимости по каждому типу привилегированных акций.

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

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

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

4. 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 общим собранием акционеров, на котором не было принято решение о выплате дивидендов или 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 размере.

Акционеры - владельцы кумулятивных привилегированных акций определенного типа 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. Право акционеров - владельцев кумулятивных привилегированных акций определенного типа участвовать в общем собрании акционеров прекращается с момента выплаты всех накопленных по указанным акциям дивидендов в полном размере.

5. Устав общества может предусматривать право голоса по привилегированным акциям определенного типа, если уставом общества предусмотрена возможность конвертации акций этого типа в обыкновенные акции. При этом владелец такой привилегированной акции обладает количеством голосов, не превышающим количество голосов по обыкновенным акциям, в которые может быть конвертирована принадлежащая ему привилегированная акция.

Статья 36. Цена размещения акций общества

1. Оплата акций общества осуществляется по рыночной стоимости, но не ниже их номинальной стоимости.

Оплата акций общества при его учреждении производится его учредителями по их номинальной стоимости.

2. Общество вправе осуществлять размещение акций по цене ниже их рыночной стоимости в случаях:

размещения дополнительных обыкновенных акций акционерам - владельцам обыкновенных акций общества в случае осуществления ими преимущественного права приобретения таких акций по цене, которая не может быть ниже 90 процентов от их рыночной стоимости;

размещения дополнительных акций при участии посредника по цене, которая не может быть ниже их рыночной стоимости более чем на размер вознаграждения посредника, установленный в процентном отношении к цене размещения таких акций.

Статья 40. Обеспечение прав акционеров при размещении акций и ценных бумаг общества, конвертируемых в акции

1. В случае размещения обществом посредством открытой подписки голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, с их оплатой деньгами уставом общества может быть предусмотрено, что акционеры - владельцы голосующих акций общества имеют преимущественное право приобретения этих ценных бумаг в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им голосующих акций общества.

2. Решение о неприменении преимущественного права приобретения голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, в случае их размещения посредством открытой подписки, с их оплатой деньгами, а также о сроке действия такого решения может быть принято общим собранием акционеров большинством голосов владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров.

Решение о неприменении преимущественного права приобретения голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, действует в течение срока, установленного решением общего собрания акционеров, но не более одного года с момента принятия такого решения.

3. Положения настоящей статьи не распространяются на владельцев привилегированных акций общества, которые приобрели право голоса в соответствии с пунктами 3 и 4 статьи 32 настоящего Федерального закона.

Статья 41. Порядок осуществления преимущественного права приобретения акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции

1. Не менее чем за 30 дней до даты начала размещения обществом голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, с их оплатой деньгами акционеры - владельцы голосующих акций общества должны быть уведомлены о возможности осуществления ими предусмотренного статьей 40 настоящего Федерального закона права в порядке, предусмотренном настоящим Федеральным законом для сообщения о проведении общего собрания акционеров.

Уведомление должно содержать сведения о количестве размещаемых голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, цене их размещения (в том числе цене их размещения акционерам общества в случае осуществления ими преимущественного права их приобретения), порядке определения количества ценных бумаг, которое вправе приобрести каждый акционер, сроке действия и порядке осуществления этого права акционером.

2. Акционер вправе полностью или частично осуществить свое преимущественное право путем направления обществу заявления в письменной форме о приобретении голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, содержащего имя (наименование) и место жительства (место нахождения) акционера, количество приобретаемых им ценных бумаг, и документа об оплате. Такое заявление должно быть направлено обществу не позднее дня, предшествующего дате начала размещения дополнительных голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции.

Некоторые термины рынка капитала¹

Рынок, подготовленный для акций компании

Каждая компания должна проделать определенную работу в целях подготовки рынка для своих акций. Компания и её акции должны быть достаточно хорошо известны и оцениваемы участниками рынка, т. е. так, чтобы даже при существенной повторной эмиссии с готовностью покупались индивидуальными и институциональными инвесторами. Таким образом, стратегическое финансовое управление и возможности увеличения капитала зависят от открытости компании и её репутации в отношении удовлетворения интересов акционеров.

Взаимосвязь между открытостью компании и стабильностью стоимости её акции

Компания, желающая создать благоприятную ситуацию на рынке для своих акций, должна быть готова к раскрытию значительного объема информации о своей деятельности. Компания должна быть хорошо известна внешним инвесторам и иметь ясное представление об их правах.

Концепция довольно проста. Если инвесторы получают подробную информацию о компании и доверяют этой информации, они скорее всего будут оценивать эту компанию, основываясь на её основных показателях и перспективах развития. Эта оценка будет иметь следствием более стабильную цену акций этой компании на фондовом рынке. Цены, базирующиеся не на фундаментальной информации, имеют тенденцию реагировать на слухи, обоснованные или нет, и на общие колебания рынка. Прозрачность также способствует созданию более широкой "базы" акционеров, включая акционеров, приобретающих акции на длительный срок и не стремящихся их продать по мотивам, не связанным с основными показателями компании. Наконец, прозрачность - основной критерий для многих институциональных инвесторов. Появление новых возможностей приобретения собственности этими инвесторами - часто долгосрочными акционерами - увеличивает спрос на акции, что в свою очередь приводит к повышению их рыночных цен.

Спрос на акции и предложение

При обычной ситуации на рынке существует значительная разница между предлагаемой ценой (которую покупатели готовы заплатить за акции) и запрашиваемой (за которую продавцы готовы их продать) ценой на акции. Если покупатели без особого рвения предлагают по 100 рублей за акцию, продавцы, полагая, что они уверены в компании и что она стоит большего, не будут иметь особого желания продавать их; и без какого-либо энтузиазма могут предложить купить их по цене 175 рублей или не

¹ Данные термины рынка капитала были разработаны компанией CFED. Они представляют собой неотъемлемую часть настоящего руководства и проводимого семинара. Участники могут обращаться к данным терминам во время изучения материалов по российским компаниям и подготовки к работе над деловыми ситуациями.

предлагать их к продаже совсем. В результате, из-за большой разницы в цене будут проданы всего лишь несколько акций. Если возникнет большой спрос на акции, особенно если потенциальным покупателям придется конкурировать друг с другом, цена предложения возрастет. Это привлечет внимание продавцов. Увидев возможность реализации акций по разумной цене, продавцы с более серьезных позиций будут подходить к их потенциальной продаже. Это в свою очередь увеличит предложение акций на рынке. Некоторые продавцы снизят запрашиваемую цену. Разница между ценой спроса и ценой предложения сократится и объем продаж увеличится. Например, если цена предложения увеличится со 100 до 165 рублей, некоторые продавцы сочтут разумным снизить запрашиваемую цену, и покупка акций будет иметь место.

Ликвидность

Ликвидность на рынке капиталов определяется как возможность покупки и продажи акций в значительных объемах без существенного колебания цены. Это относительно постоянное явление способствует сохранению уверенности у инвесторов в отношении своей собственности, так как значительные колебания рынка могут отвлечь внимание от основных показателей компании и её благоприятных перспектив. Ликвидность - это ключевой критерий для иностранных инвесторов, так как они хотят иметь возможность "уйти" в любой момент без продажи акций по сниженным ценам, что может привести к значительным для них потерям.

Ликвидность и ценообразование

Ликвидность способствует установлению более высокой цены на акции по ряду взаимозависимых причин, связанных с повышением спроса на них. Спрос повышается так, как повышается заинтересованность инвесторов в приобретении акций компании. В свою очередь инвесторы заинтересованы в приобретении акций, так как цена на них благоприятна (в смысле очень незначительной разницы между ценой спроса и ценой предложения), что вызвано конкуренцией между потенциальными покупателями. Спрос также повышается из-за того, что опытных инвесторов привлекают акции с минимальным колебанием рыночной цены, сокращающие риск потерь из-за неликвидности.

Лучшее ценообразование и увеличение капитала при меньшем "разводнении" акций и низкой себестоимости

Акции, цена которых имела тенденцию к повышению, и для которых рынок был подготовлен, очевидно представляют собой более эффективное средство увеличения капитала, так как их новый выпуск будет встречен инвесторами с энтузиазмом и коммерческим интересом. Другая причина касается "разводнения": компании, чьи акции продаются по цене 100 рублей за акцию, придется продать в два раза меньше акций, чтобы набрать 100 миллионов рублей, чем компании, чьи акции продаются по цене 50 рублей. Кроме того, стоимость акционерного капитала ниже для компании, у которой цена на акции более высокая, если высчитывать ее с помощью коэффициента отношения рыночной цены акции к чистой прибыли

214

компании (в расчете на одну акцию)[коэффициент P/E]. Стоимость капитала ниже потому, что компании для получения определенной суммы не придется продавать такой процент своей собственности (а, следовательно, и будущей прибыли и дивидендов), как ей пришлось бы в случае, если бы её коэффициент рыночной цены акции к чистой прибыли был ниже. (Для примера можно сравнить компанию, у которой коэффициент рыночной цены акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию равен 5, и компанию, у которой этот коэффициент равен 10, а затем можно поменять дробь и рассмотреть отношение чистой прибыли к рыночной цене. У компании, у которой коэффициент рыночной цены к чистой прибыли - 5, отношение прибыли к рыночной цене - 20:100, а у компании с коэффициентом рыночной цены к чистой прибыли 10, отношение прибыли к цене будет 10:100. В этом примере компания с коэффициентом 5 будет отдавать 20 рублей прибыли для того, чтобы получить сумму в 100 рублей, а компания с коэффициентом 10 будет отдавать только 10 рублей прибыли для получения заданной суммы).

Каким образом АДР могут улучшить стабильность ценообразования и повысить цену

АДР могут способствовать стабильной цене на акции за счет того, что они будут обеспечивать доступ к большему числу инвесторов, включая долгосрочных, которые обращают внимание на открытость компании, её фонды и ликвидный рынок акций. Цена может повыситься потому, что возрастет спрос, и интерес инвесторов повысится.

Новые эмиссии ценных бумаг - Особая терминология²

“Надгробный камень” или Объявление об эмиссии ценных бумаг по особой форме

После выпуска акций и облигаций или же после частных финансовых сделок объявление об эмиссии ценных бумаг по особой форме публикуется в центральных газетах и специализированных изданиях. Данное объявление содержит информацию об эмитенте, сумме и типе сделке, а также об основных участниках процесса размещения акций (например, о ведущем менеджере, гаранте, агенте по размещению). Объявления такого рода подготавливаются финансовыми учреждениями. Они играют роль рекламы эмитента и представляют необходимую информацию участникам рынка и инвесторам.

“Красная селедка”

“Красной селедкой” в Америке называется предварительный проспект эмиссии, распространяемый компаниями и их агентами (банкирами) среди потенциальных инвесторов в то время, как новая

² Данные понятия обсуждаются в статье Виктора Каретникова “Новый выпуск акций по-американски” *Деловой Экспресс*. 18 февраля 1997. Москва (Приложение 8), а также в материалах о Торговом Доме ЦУМ, раздел 6 настоящего пособия (понятие “надгробного камня”).

эмиссия находится в стадии регистрации. Такой предварительный проспект получил название "красной селетки" в связи с тем, что на его первой странице написано красными чернилами о том, что компания не будет продавать ценные бумаги до тех пор, пока эмиссия не будет зарегистрирована.

Сбалансированное финансирование - Потребность акционерного капитала

Отношение между долгосрочной задолженностью, краткосрочной задолженностью и акционерным капиталом, используемыми компанией для удовлетворения своих финансовых потребностей, зависят от ряда показателей, включая:

- риск
- финансовое состояние
- движение денежных средств
- цель
- наличие и стоимость
- общий подход.

Акционерный капитал - это основной блок здания, прочный фундамент структуры капитала любого предприятия. В соответствии с этим различные виды деятельности могут финансироваться за счет заемных средств только до тех пор, пока не существует риска или он сведен к минимуму. На основе данных, приведенных ниже, можно сказать, что краткосрочная задолженность может быть полезна на короткий срок, в основном для финансирования каких-то сезонных мероприятий (например, краткосрочный займ можно использовать для покупки новогодних (рождественских) елок в ноябре, а затем этот займ полностью выплачивается за счет получения денег от реализации этих елок). Другой вид задолженности - среднесрочная/долгосрочная задолженность. Такие займы используются для финансирования активов, срок действия которых - более одного года (например, этот займ может использоваться на приобретение грузовика при условии его выплаты в течение срока годности этого грузовика). Акционерный капитал подходит для финансирования постоянных активов. Акционерный капитал выполняет также роль "подушки", т. е. он представляет определенные гарантии в случае, если результаты отличаются от плана, что очень часто и происходит.

По мере развития деятельности и бизнеса компании необходимо пополнять свой капитал для того, чтобы не превышать показателя доли заемных средств в активах. В соответствии с этим, развивающийся бизнес должен предполагать возможность увеличения своего капитала за счет нераспределенной прибыли и/или новых эмиссий - если только компания хочет сохранить свою способность занимать средства (для финансирования части своих потребностей).

Риск

Объем акционерного капитала компании или предприятия, необходимый для покрытия риска, зависит от характера риска. Если в конце концов все риски устранены, у предприятия есть обеспеченное движение денежных средств, и ему нужен только незначительный процент акционерного капитала. Однако, на практике таких ситуаций почти не бывает.

Вернемся к примеру с новогодними елками. Предположим, Вы заплатили \$1000 за поставку елок в ноябре. Вы взяли в долг \$500 на 60 дней и покрыли разницу за счет акционерного капитала. После Нового Года (Рождества) Вы обнаружили, что не смогли продать 20% елок. Но, несмотря на это, Вы заработали достаточно средств, чтобы выплатить долг, т. к. Вы использовали свой акционерный капитал, помимо долга. Потребность в акционерном капитале выросла: в следующем году, если Вы захотите купить елки на \$2000, Вам потребуется \$1000 акционерного капитала.

Таким же образом рассмотрим пример с грузовиком. Акционерный капитал представляет здесь концепцию “подушки” для отражения возможных ударов. Допустим, Вы купили грузовик за \$10,000. Вы берете кредит на \$4000 на три года, остальное доплачиваете из акционерного капитала. Ваш грузовик не участвует в выгодных перевозках и простаивает из-за поломок. Но, несмотря на это, Вы выплачиваете долг, поскольку он покрывал только часть стоимости грузовика. Если Ваш бизнес будет развиваться, и Вы захотите купить два грузовика на общую сумму \$20,000, Вам придется иметь \$12,000 акционерного капитала.

Финансовое состояние

Финансовое состояние компании зависит от того, как она капитализировала себя, другими словами, имеет ли она достаточно акционерного капитала, и является ли она прибыльной. Финансовое состояние часто оценивается по определенным показателям финансового отчета компании. Два наиболее часто используемых показателя оценки финансового состояния компании - это коэффициент заемных средств в совокупном капитале и отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам.

Несмотря на то, что существует много способов расчета доли заемных средств, один используется наиболее часто. Это отношение общих обязательств к стоимости имущества за вычетом обязательств. Чем ниже это отношение, тем лучше. Показатель, получающийся в результате такого расчета, повышается, когда рост обязательств превышает рост акционерного капитала. Это обычно происходит, когда объем деятельности увеличивается, а прибыльность существенно не меняется, реинвестируется недостаточно прибыли, происходят потери денежных средств, и не осуществляется контроль за ростом обязательств. Понятие удовлетворительного коэффициента заемных средств в совокупном капитале различается в зависимости от рынка деятельности и типа деятельности. Неудовлетворительный коэффициент заемных средств

означает помимо того, что необходимо улучшить практику управления, еще и то, что компании нужно увеличить объем акционерного капитала.

Отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам - это показатель ликвидности по балансовому отчету. Он рассчитывается как отношение текущих активов к текущим обязательствам. Чем выше этот показатель, тем лучше. Этот показатель становится слишком низким, когда рост текущих обязательств превышает рост текущих активов. Понятие удовлетворительного коэффициента оборотного капитала к краткосрочным обязательствам различается в разных отраслях промышленности и на различных рынках. Один из способов повысить этот коэффициент - это снизить объем текущих обязательств, заменив их финансированием через получение долгосрочных займов или акционерным капиталом. Неудовлетворительный коэффициент оборотного капитала к краткосрочным обязательствам соответственно означает, что компании нужен долгосрочный капитал, скорее всего - акционерный капитал.

Акционерный капитал является основным "строительным" элементом. Компания, финансовое состояние которой указывает на то, что ей требуется увеличить объем акционерного капитала, должна обязательно это сделать, если она хочет получить долгосрочное финансирование.

Движение денежных средств

Компания может делать заем только на ту сумму, которую она сможет выплатить с учетом рисков. Требования по дополнительному финансированию, выходящие за рамки и этой суммы, могут быть удовлетворены из дополнительных источников капитала.

Цель

Краткосрочные фонды не должны использоваться для финансирования долгосрочных или постоянных потребностей. Долгосрочное кредитование или акционерный капитал могут использоваться для покрытия лишь части всех краткосрочных потребностей.

Наличие и стоимость

Следует рассматривать только те кредиты и сроки их погашения, которые существуют на конкретном рынке. Не имеет никакого смысла пытаться делать займ на 15 лет, если такой не существует на рынке.

Очень важно пытаться снизить общую стоимость финансирования. Займ является более привлекательным, когда процентные ставки небольшие. Более высокие показатели отношения рыночной цены акции к чистой прибыли повышают значение акционерного капитала, поскольку более низкая стоимость акционерного капитала означает, что компании для получения определенной суммы не нужно продавать большое количества акций, или большую часть своей собственности (а также дивидендов и прибыли).

Философия

Некоторые компании полагают, что отношение заемных и собственных средств является очень важным показателем, другие же так не считают. В Америке, например, существует много различных преуспевающих компаний, которые могли бы пользоваться займами, но не делают этого просто потому, что не любят долги. Они не любят делать долги, т.к. не хотят рисковать. Некоторых инвесторов привлекает тот факт, что компании не делают долги. Знаменитый инвестор Уоррен Баффет всегда пытается найти компании, у которых небольшая задолженность или её нет вообще.

Основные законодательные акты и положения, касающиеся российских акционерных обществ

Правовые акты по общим вопросам

Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ "Об акционерных обществах" (с изм. и доп. от 13 июня 1996 г.).

Гражданский Кодекс Российской Федерации (части первая и вторая) (с изм. и доп. от 20 февраля 1996 г., 12 августа 1996 г.).

Федеральный закон от 20 февраля 1996 года №18-ФЗ "О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации".

Закон РФ от 22 марта 1991 г. "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" (с изм. и доп. от 24 июня 1992 г., 25 мая 1995 г.).

Федеральный закон от 18 декабря 1995 г. № 201-ФЗ "О признании утратившими силу законодательных актов Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "О внесении изменений и дополнений в Закон РСФСР "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках".

Указ Президента РФ от 24 августа 1992 № 915 "О Государственном комитете Российской Федерации по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур" (ГКАП).

Приказ ГКАП РФ от 25 июля 1996 г. №91 "Об утверждении Правил рассмотрения дел о нарушениях антимонопольного законодательства".

Приказ ГКАП РФ от 3 июня 1994 г. №67 "О методических рекомендациях по определению доминирующего положения хозяйствующего субъекта на товарном рынке."

Постановление Правительства РФ от 1 декабря 1994 г. №1319 "Об информационном обеспечении предпринимательства в Российской Федерации".

Постановление Правительства РСФСР от 5 декабря 1991 №35 "О перечне сведений, которые не могут составлять коммерческую тайну".

Постановление Правительства РФ от 1 декабря 1994 г. №1319 "Об информационном обеспечении предпринимательства в Российской Федерации".

Ценные бумаги

Федеральный Закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ “О рынке ценных бумаг”.

Указ Президента РФ от 1 июля 1996 г. №1009 “О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг”.

Указ Президента РФ от 1 июля 1996 г. №1008 “Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации”.

Указ Президента РФ от 22 марта 1996 г. № 413 “О внесении изменений и дополнений в Указ Президента Российской Федерации от 4 ноября 1994 №2063 “О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации”.

Указ Президента РФ от 3 июля 1995 г. №662 “О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы и обеспечению прав собственников при хранении ценных бумаг и расчетах на фондовом рынке Российской Федерации” (с изм. и доп. от 4 января 1996 г.).

Указ Президента РФ от 20 декабря 1994 г. №2203 “О некоторых мерах упорядочения деятельности на рынке ценных бумаг в Российской Федерации”.

Постановление Правительства РФ от 15 апреля 1995 г. №336 “О мерах по развитию рынка ценных бумаг в Российской Федерации”.

Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 14 мая 1996 г. №10 “О порядке опубликования сведений о приобретении акционерным обществом более 20 процентов голосующих акций другого акционерного общества”.

Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 8 мая 1996 г. №9 “О дополнительных сведениях, которые открытое акционерное общество обязано публиковать в средствах массовой информации”.

Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 7 мая 1996 г. № 8 “О порядке и объеме информации, которую акционерное общество обязано публиковать в случае публичного размещения им облигаций и иных ценных бумаг”.

Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 12 июля 1995 г. №3 “Об утверждении Временного положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг”(с изм. и доп. от 30 августа 1995 г., 17 сентября 1996 г.).

Разъяснение Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 17 августа 1995 г. №А4-731 "О порядке распределения дополнительных акций, выпущенных открытыми акционерными обществами в связи с переоценкой основных фондов".

Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 30 августа 1995 №6 "О лицензировании деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг" (с изм. и доп. от 24 апреля, 17 сентября 1996).

Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 17 сентября 1996 г. №19 "Об утверждении Стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии".

Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 2 октября 1996 г. №20 "Об утверждении Временного положения о депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг РФ и порядке ее лицензирования".

Письмо Минфина РФ от 13 мая 1993 г. №5-1-04 "О выполнении особых условий совершения сделок, связанных с приобретением крупных пакетов акций".

Письмо Минфина РФ от 16 июля 1992 г. № 53 "Инструкция о правилах совершения и регистрации сделок с ценными бумагами (издана на основании постановления Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 года № 78).

Положение "О порядке выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям от 10 января 1992 г. (утв. Минэкономики и финансов РФ 10 января 1992 г.).

Письмо Верховного Суда РФ от 4 апреля 1995 г. № 1133/5 общ "О порядке восстановления прав по утраченным именованным ценным бумагам."

Финансовая отчетность

Приказ Минфина РФ от 26 декабря 1994 г. № 170 "Об утверждении Положения о бухгалтерском учете и отчетности в РФ" (с изм. и доп. от 19 декабря 1995 г., 28 ноября 1996 г.).

Приказ Минфина РФ от 28 ноября 1996 г. №101 "О порядке публикации бухгалтерской отчетности открытыми АО".

Письмо Минфина РСФСР от 19 декабря 1991 №18-05 "О плане счетов".

Федеральный закон от 21 ноября 1996 г. №129-ФЗ "О бухгалтерском учете".

Федеральный закон от 29 декабря 1995 г. №222-ФЗ “Об упрощенной системе налогообложения, учета и отчетности для субъектов малого предпринимательства”.

Постановление Правительства РФ от 21 апреля 1995 г. № 399 “О совершенствовании информационной системы представления бухгалтерской отчетности”.

Постановление Правительства РФ от 16 февраля 1992 г. №89 “О Положении о бухгалтерском учете и отчетности в Российской Федерации”.

Комментарий Минфина РФ от 20 марта 1992 г. к “Положению о бухгалтерском учете и отчетности в Российской Федерации” (утв. приказом Минфина РФ от 20 марта 1992 г. №10).

Инструкция по применению плана счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности предприятий (утв. приказом Минфина СССР от 1 ноября 1991 г. №56) (с изм. и доп. от 28 декабря 1994г., 28 июля 1995 г., 27 марта 1996 г.).

Приказ Минфина РФ, Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 5 августа 1996 г. №71, №149 “О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ”.

Решение Госналогслужбы РФ и Росархива от 27 июня 1996 г. “Об изменении сроков хранения документов бухгалтерского учета”.

Письмо Госналогслужбы РФ от 14 мая 1996 г. № ПВ-6-13/325 “По отдельным вопросам учета и отчетности”.

Письмо Госналогслужбы РФ от 15 марта 1996 г. № ПВ-8-04/185 “О некоторых вопросах налогообложения и бухгалтерского учета”.

Приказ Минфина РФ от 8 февраля 1996 г. №10 “Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету “Бухгалтерская отчетность организации” (ПБУ 4/96).

Письмо Минфина РФ от 21 января 1994 г. №16-13-1 “О документах, которыми следует руководствоваться при организации бухгалтерского учета”.

Права акционеров

Указ Президента РФ от 11 июня 1994 №1233 “О защите интересов инвесторов” (с изм. и доп. от 4 ноября 1994 г.).

Указ Президента от 31 июля 1995 г. № 784 “О дополнительных мерах по обеспечению прав акционеров”.

Указ Президента РФ от 18 ноября 1995 г. № 1157 “О некоторых мерах по защите прав вкладчиков и акционеров”.

“Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров”, утвержденная Указом Президента РФ от 21 марта 1996 г. № 408.

Указ Президента РФ от 18 августа 1996 г. № 1210 “О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера”.

Постановление Правительства РФ от 21 мая 1996 г. № 625 “Об обеспечении представления интересов государства в органах управления акционерных обществ (хозяйственных товариществ), часть акций (доли, вклады) которых закреплена в федеральной собственности”.

Распоряжение Правительства РФ от 23 апреля 1992 года №781-р “О передаче документов при реорганизации предприятий”.

Распоряжение Госкомимущества РФ от 22 июля 1996 №849 -р “Об обеспечении представления интересов государства в органах управления акционерных обществ, часть акций которых закреплена в федеральной собственности”.

Положения о банкротстве

Закон РФ от 19 ноября 1992 №3929-1 “О несостоятельности (банкротстве) предприятий”.

Постановление ВС РФ от 19 ноября 1992 г. №3930-1 “О порядке введения в действие Закона Российской Федерации “О несостоятельности (банкротстве) предприятий”.

Указ Президента РФ от 22 декабря 1994 г. №2264 “О мерах по реализации законодательных актов о несостоятельности (банкротстве) предприятий”.

Постановление Правительства РФ от 25 апреля 1995 г. №421 “О дополнительных мерах по реализации законодательства Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве) предприятий”.

Постановление Правительства РФ от 20 мая 1994 г. № 498 “О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий”.

Постановление СМ РФ от 17 ноября 1993 г. №1169 “Вопросы Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) при Государственном комитете Российской Федерации по управлению государственным имуществом” (с изм. и доп. от 12 февраля 1994 г.).

Постановление СМ РФ от 20 сентября 1993 г. №926 "О федеральном управлении по делам о несостоятельности (банкротстве) при Государственном комитете Российской Федерации по управлению государственным имуществом" (с изм. и доп. от 17 ноября 1993г., 12 февраля 1994 г.).

Распоряжение Правительства РФ от 21 марта 1994 г. №358-р "Об обеспечении учета и сохранности документов по личному составу, а также своевременной передаче их на государственное хранение при реорганизации или ликвидации юридического лица".

Письмо Госкомимущества РФ от 6 марта 1995 г. №АР-13/1903 "О порядке приватизации, реализации, ликвидации и реорганизации предприятий".

Письмо Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) от 19 октября 1994 г. № ВГ-03/2426 "Разъяснения по вопросам, касающимся банкротства предприятий".

Распоряжение Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) от 11 октября 1994 г. №67-р "О порядке представления документов в Федеральное управление по делам о несостоятельности (банкротстве).

Распоряжение Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) от 12 сентября 1994 № 56-р "Об оценке финансового состояния предприятий, имеющих признаки несостоятельности".

Распоряжение Госкомимущества РФ от 4 марта 1994 г. №460-р "О некоторых мерах по реализации постановлений Правительства РФ о несостоятельности (банкротстве)".

Письмо Минэкономики РФ от 5 ноября 1992 г. №717-р "Об утверждении Типового положения о проведении конкурса по продаже предприятия-банкрота и его имущества".

Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда РФ от 18 июня 1996 г. № 385/96 "Право обращения с иском о ликвидации юридического лица предоставлено налоговой инспекции в отношении налогоплательщика, нарушающего требования налогового законодательства, в частности, не представляющего бухгалтерскую отчетность о своей деятельности, а также документы, необходимые для исчисления и уплаты налогов".

Структура управления акционерными обществами в регионах

После каждого семинара специалисты нашей компании в регионах и представители московского отделения компании будут работать над составлением отчетов о специфике управления акционерными обществами в конкретном регионе. Отчеты будут включать в себя обзор вопросов, обсуждаемых на семинаре, ответы на конкретные вопросы, заданные участниками и рекомендации о том, как можно получить дополнительную информацию и/или консультацию по вопросам, касающимся управления акционерным обществом.

Отчеты будут разосланы всем участникам семинара, и будут представлены на рассмотрение Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг и Торгово-промышленной палаты в Москве и отделениям в регионах.

226

Образцы документов по управлению акционерным обществом

Следующие документы были подготовлены Международным институтом развития правовой экономики:

Образец Устава

Положение об общем собрании акционеров

Положение о совете директоров

Положение о генеральном директоре

Положение об исполнительной дирекции

Положение о ревизионной комиссии

Положение о счетной комиссии

Положение о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг.

Кроме этих документов участникам семинара будут предоставлены в качестве дополнительного материала также:

Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. "Об акционерных обществах."

Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. "О рынке ценных бумаг."

Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 19 от 17 сентября 1996 г. "Об утверждении Стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии."

Изменения в "Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии", внесенные Постановлением № 8 от 12 февраля 1997 г.

Толковый словарь терминов по корпоративным отношениям и ценным бумагам.

Три модели управления акционерными обществами развитых рынков капитала

Введение

Структура управления акционерным обществом в конкретной стране определяется несколькими факторами: законодательством и различными положениями, регулирующими права и обязанности всех участвующих сторон; фактором “де-факто” структуры управления в данной стране; уставом каждого акционерного общества. Несмотря на то, что положения системы управления могут быть разными у различных акционерных обществ, многие факторы “де-факто” и “де-юре” оказывают на них практически одинаковое влияние. Поэтому, возможно сформулировать определение “модели” управления акционерным обществом в конкретной стране.

В каждой стране структура управления акционерными обществами имеет определенные характеристики и составляющие элементы, которые отличают её от структур других стран. На настоящий момент исследователи выделяют три основных модели управления акционерными обществами на развитых рынках капитала. Это англо-американская модель, японская модель и немецкая модель.

Основные признаки или элементы каждой модели это: ключевые участники акционерного общества или корпорации, структура владения акциями в конкретной стране, состав совета директоров (или советов - в немецкой модели), законодательные рамки, требования к раскрытию информации для корпораций, включенных в листинг, корпоративные действия, требующие одобрения акционеров, механизм взаимодействия между ключевыми участниками.

Цель этой статьи - познакомить читателей с каждой моделью, описать её основные элементы и показать, как специфика страны повлияла на их развитие. Читатель должен понимать, что нельзя просто взять одну из моделей и применять её в другой стране. Процесс формирования определенной модели управления **динамичный**: структура корпоративного управления всегда отвечает условиям и особенностям конкретной страны.

Англо-американская модель¹

Англо-американская модель характеризуется наличием индивидуальных акционеров и постоянно растущим числом независимых т. е. не связанных с корпорацией акционеров (они называются “внешние” акционеры или аутсайдеры), а также четко разработанной законодательной основой, определяющей права и обязанности трех ключевых участников: управляющих, директоров и акционеров и сравнительно простым механизмом взаимодействия между корпорацией и акционерами, и между

¹ Англо-американская модель применяется в корпорациях Великобритании, США, Австралии, Новой Зеландии, Канады и некоторых других странах.

акционерами как на ежегодных общих собраниях, так и в промежутках между ними.

Акционирование - это обычный способ накопления капитала корпорациями Великобритании и США. Поэтому неудивительно, что в США образовался крупнейший в мире рынок капитала, а Лондонская биржа - третья в мире по капитализации рынка после Нью-Йорка и Токио. Более того, существует причинно-следственная связь между преобладанием акционерного финансирования, размерами рынка капитала и развитостью системы корпоративного управления. США являются крупнейшим рынком капитала и одновременно местом наиболее развитой системы голосования по доверенности и небывалой активности независимых (институциональных) инвесторов. Последние также играют важную роль на рынке капитала и в корпоративном управлении Великобритании.

Ключевые участники англо-американской модели

Участниками англо-американской модели являются управляющие, директора, акционеры (в основном, институциональные инвесторы), правительственные структуры, биржи, саморегулируемые организации, консалтинговые фирмы, предоставляющиеся консультационные услуги корпорациям и/или акционерам по вопросам корпоративного управления и голосования по доверенности.

Три основных участника - это менеджеры, директора и акционеры. Механизм их взаимодействия между собой представляет так называемый "треугольник корпоративного управления":



Англо-американская модель, развивавшаяся в условиях свободного рынка, предполагает разделение владения и контроля в наиболее крупных корпорациях. Это юридическое разделение очень важно с деловой и социальной точек зрения, т.к. инвесторы, вкладывая свои средства и владея предприятием, не несут юридической ответственности за действия корпорации. Они передают функции по управлению менеджерам и платят им за выполнение этих функций как своим агентам по ведению дел. Плата за разделение владения и контроля и называется "агентскими услугами".

Интересы акционеров и менеджеров не всегда совпадают. Корпоративное законодательство, действующее в странах, которые применяют англо-американскую модель управления, решает это противоречие разными способами. Самый важный из них - это избрание акционерами Совета директоров, который становится их доверенным

лицом и начинает выполнять **фидуциарные** обязательства, т.е. действовать в пользу акционеров при осуществлении функций контроля за управлением.

Схемы, приведенные в конце этой статьи, поясняют динамику англо-американской модели в теории и на практике.

Структура владения акциями в англо-американской модели

За послевоенный период в Великобритании и США наметился сдвиг в сторону увеличения числа институциональных акционеров по сравнению с индивидуальными инвесторами. В 1990 году в Великобритании институциональные инвесторы владели приблизительно 61% акций британских корпораций, а индивидуальные - всего 21%. (В 1981, для сравнения: индивидуальные инвесторы владели 38%). В США в 1990 году институциональные инвесторы владели 53.3% акций американских корпораций².

Увеличение числа институциональных инвесторов привело к усилению их влияния. В свою очередь, это повлекло за собой законодательные изменения, способствующие их активизации как участников корпоративных отношений.

Состав совета директоров в англо-американской модели

В советы директоров большинства корпораций Великобритании и США входят как "внутренние" члены или "инсайдеры", так и "внешние" (независимые) члены или "аутсайдеры". "Инсайдер" ("внутренний член") - человек, либо работающий в корпорации (менеджер, исполнитель или работник), либо тесно связанный с управлением корпорацией.

"Аутсайдер" - это человек или организация, напрямую не связанные с корпорацией или с её управлением.

Синонимом слова "инсайдер" может быть "исполнительный директор"; а синонимом слова "аутсайдер" является выражением "неисполнительный директор" или "независимый директор".

Традиционно, председателем совета директоров и главным (генеральным) исполнительным директором являлось одно и то же лицо. Часто это приводило к различным злоупотреблениям, в частности к концентрации власти в руках одного человека (например, совет директоров контролируется одним человеком, являющимся одновременно председателем и главным исполнительным директором); или концентрации власти в руках небольшой группы лиц (например, совет директоров состоит только из "инсайдеров"); правление и/или совет директоров пытаются удерживать власть в течение длительного периода времени, игнорируя

² Термин "рынок капитала" - очень широкий. Он охватывает все рынки, на которых продаются акции, облигации, фьючерсы, и другие финансовые инструменты. Термин "рынок ценных бумаг" - более специфичен. Он относится только к акциям и облигациям. Термин "рынок акционерного капитала" - ещё более узкий. Он относится только к акциям, которые могут называться акционерным капиталом.

интересы других акционеров (“укоренение”); а также к грубому нарушению интересов акционеров.

Ещё в 1990 году один человек являлся одновременно председателем совета директоров и главным исполнительным директором в 75% из 500 крупнейших корпораций США. В Великобритании же, напротив, большинство корпораций имело неисполнительного директора. Однако, многие Советы директоров британских компаний возглавлялись “внутренними” директорами: в 1992 году 42% всех директоров были независимыми директорами, а 9% крупнейших британских компаний вообще не имели независимого директора.³

В настоящее время и американские, и английские корпорации тяготеют к включению в Совет директоров всё большего числа независимых директоров.

Начиная с середины 80-х годов в Великобритании и США интерес к корпоративному управлению стал возрастать. Этому способствовал ряд факторов: увеличение институциональных инвестиций в обеих странах, усиление государственного контроля в США с предоставлением права голоса на ежегодных общих собраниях акционеров некоторым институциональным инвесторам; деятельность по поглощению компаний во второй половине 80-х; чрезмерно высокие оклады исполнительных директоров во многих американских компаниях и растущее чувство утраты конкурентоспособности по отношению к немецким и японским компаниям.

В результате индивидуальные и институциональные инвесторы начали информировать друг друга о существующих тенденциях, проводить различные исследования и организованно выступать в защиту своих интересов как акционеров. Собранные ими данные были весьма интересны. Например, исследования, проведенные различными организациями, показали, что во многих случаях прослеживается связь между отсутствием “бдительности” со стороны совета директоров и неважной деятельностью корпорации. Помимо этого, аналитиками по корпоративному управлению было замечено, что независимые директора часто не обладают полным объемом информации в отличие от “внутренних” директоров, и поэтому их способность осуществлять эффективный контроль ограничена.

Существует ряд факторов, которые способствовали увеличению числа независимых директоров в совете директоров корпораций Великобритании и США. Среди них: изменение структуры владельцев, т. е. рост числа и влияния институциональных инвесторов и их участие в голосовании на ежегодных общих собраниях акционеров, а также рекомендации таких независимых саморегулируемых организаций, как Комитета по финансовым вопросам корпоративного управления в Великобритании и различных акционерных организаций в США.

³ Данные из книги “Советы директоров и корпоративное управление: тенденции развития в странах “большой семерки” на следующие десять лет”, исследование, проведенное компанией “Оксфорд Аналитика Лтд”, Оксфорд, Англия, для компаний “Руссел Рейнольдс Ассошиэйтс”, “Прайс Уотерхаус”, “Голдман Захс Интернэшнл”, и “Гибсон, Дан и Кратчер” в сентябре 1992.

231

Состав совета директоров и представительство в совете остаются важными вопросами, которые беспокоят акционеров в Великобритании и США. Возможно, это происходит потому, что другие вопросы корпоративного управления такие, как раскрытие информации и механизмы взаимодействия между корпорациями и акционерами, в основном решены.

Советы директоров в Великобритании и США меньше по численности, чем в Японии или Германии. Обследование 100 крупнейших американских корпораций, проведенное в 1993 году компанией "Спенсер Стюарт", показало, что размер Советов директоров уменьшается, и в среднем в него входит 13 членов по сравнению с 15 в 1988 году.

Законодательная база в англо-американской модели

В Великобритании и США взаимоотношения между управляющими, директорами и акционерами определяются сводом законов и правил.

В США федеральное агентство, Комиссия по ценным бумагам и биржам, регулирует деятельность рынка ценных бумаг, устанавливает требования к раскрытию информации, а также регулирует отношения корпорация - акционеры и акционеры - акционеры.

Законы, регулирующие деятельность пенсионных фондов, также оказывают влияние на корпоративное управление. В 1988 году Министерство труда, ответственное за деятельность частных пенсионных фондов, постановило, что эти фонды имеют **фидуциарные обязательства**, т.е. выступают "поверенными" своих акционеров в делах корпорации. Это постановление оказало сильное влияние на деятельность частных пенсионных фондов и других институциональных инвесторов: они стали интересоваться всеми вопросами корпоративного управления, правами акционеров и голосованием на ежегодных общих собраниях акционеров.

Следует заметить, что в США корпорации регистрируются и учреждаются в определенном штате, и законы этого штата составляют основу законодательной базы по правам и обязанностям корпорации.

По сравнению с другими рынками капитала, в США существуют самые жесткие правила по раскрытию информации, и действует четкая система взаимоотношений между акционерами. Как уже говорилось выше, это имеет прямое отношение к размеру и значению рынка ценных бумаг США в экономике страны и на международной арене.

В Великобритании законодательные рамки корпоративного управления устанавливаются Парламентом и могут регулироваться правилами таких независимых организаций, как, например, Коллегия по ценным бумагам и инвестициям, отвечающая за контроль за рынком ценных бумаг. Следует обратить внимание на то, что эта Коллегия не является такой же государственной структурой, как Комиссия по ценным бумагам и биржам США. Несмотря на то, что законодательная база для

раскрытия информации и регулирования отношений между акционерами хорошо разработана в Великобритании, некоторые наблюдатели считают, что английской системе не хватает саморегуляции и необходима государственная служба, аналогичная американской комиссии.

Важную роль в англо-американской модели играют фондовые биржи, которые определяют требования по листингу, уровень раскрытия информации и другие требования.

Требования к раскрытию информации в англо-американской модели

Как отмечалось выше, в Соединенных Штатах разработаны, пожалуй, самые строгие нормы раскрытия информации. В других странах, использующих англо-американскую модель управления, требования к раскрытию информации тоже высоки, однако не до такой степени, как в США.

В США корпорации должны предоставлять самую различную информацию. Следующие сведения должны быть включены в годовой отчет или в повестку дня ежегодного общего собрания акционеров (официальное название: "Извещение для акционеров для получения доверенности на голосование"): финансовая информация (в США эти данные предоставляются ежеквартально), данные о структуре капитала; справку о прежней деятельности назначаемых директоров (включая имена, занимаемые должности, отношения с компанией, владение акциями в компании); размеры зарплаты (вознаграждения), выплачиваемой исполнительным директорам (высшее руководство), а также сведения о выплате вознаграждения каждому из пяти наиболее высокооплачиваемых руководителей (их имена должны быть указаны); данные о всех акционерах, владеющих свыше 5% акционерного капитала; сведения о возможном слиянии или реорганизации; предполагаемых поправках к Уставу, а также имена лиц или компаний, приглашаемых для аудиторской проверки.

В Великобритании и других странах, использующих англо-американскую модель, требования к раскрытию информации аналогичны. Однако, отчетность предоставляется каждые полгода, и как правило, объем предоставляемых данных меньше по всем категориям, включая финансовую информацию и сведения по назначаемым директорам.

Действия корпорации, требующие одобрения акционеров в англо-американской модели

Два действия, требующие обязательного одобрения акционеров в англо-американской модели - это избрание директоров и назначение аудиторов.

Существуют также другие, внеочередные вопросы, требующие одобрения акционеров. Среди них: учреждение или поправки к планам выпуска акционерных опционов (что непосредственно влияет на выплаты управляющим и директорам); слияния и поглощения; реорганизация, поправки к Уставу корпорации.

Существует одно важное различие между Великобританией и США: в США акционеры не имеют право голосовать по размеру дивидендов, предлагаемому Советом директоров, а в Великобритании, наоборот, этот вопрос выносится на голосование.

В англо-американской модели акционеры имеют право вносить предложения в повестку дня ежегодного общего собрания акционеров. Эти предложения, называемые **предложениями акционеров**, должны касаться непосредственно деятельности корпорации. Акционеры, владеющие более 10% капитала корпорации, имеют также право созывать внеочередное (чрезвычайное) собрание акционеров.

В США Комиссия по ценным бумагам и биржам выпустила множество различных правил по форме и содержанию предложений акционеров, о сроках и публикации этих предложений. Комиссия также регулирует взаимодействие между акционерами.

Взаимоотношения между участниками в англо-американской модели

Как уже отмечалось выше, в англо-американской модели четко определены вопросы отношений акционеров между собой и взаимоотношений акционеров с корпорацией. Важную роль в управлении акционерным обществом (корпорацией) играют независимые и саморегулируемые организации.

Акционеры могут осуществлять свое право голоса, не присутствуя на ежегодном общем собрании. Все зарегистрированные акционеры получают по почте следующие документы: повестку дня собрания со всей необходимой информацией, все предложения, годовой отчет корпорации и бюллетень для голосования.

Акционеры имеют возможность голосовать "по доверенности", т.е. они заполняют бюллетень и высылают его корпорации по почте. **Посылая по почте бюллетень, акционер уполномочивает Председателя совета директоров действовать от его имени, т. е. выступать его доверенным лицом и распределять его голоса так, как указано в бюллетене.**

В англо-американской модели институциональные инвесторы и различные финансовые специалисты следят за деятельностью корпорации и корпоративным управлением. Среди них инвестиционные фонды (например, индексные фонды и фонды, ориентирующиеся на конкретную отрасль промышленности); фонды рискованного капитала, или фонды, инвестирующие в новые корпорации; агентства, оценивающие кредитоспособность заемщиков или качество ценных бумаг; аудиторы и фонды, ориентирующиеся на предприятия - банкроты или убыточные компании. См. прилагаемую схему "**Многосторонний мониторинг в англо-американской модели управления акционерным обществом**".

В японской и немецкой моделях один банк выполняет многие из этих функций. В результате этого, в этих моделях сформировалась сильная взаимосвязь между корпорацией и её основным банком.

Японская модель

Японская модель характеризуется высоким процентом банков и различных компаний в составе акционеров; банковская система отличается прочными связями; банк - корпорация; законодательство, общественное мнение и промышленные структуры поддерживают "*кейрецу*", (т.е. группы компаний, объединенных совместным владением заемными средствами и собственным капиталом); Советы директоров таких групп состоят преимущественно из "внутренних" членов; процент независимых членов чрезвычайно низок (а в некоторых корпорациях они вообще не присутствуют), что связано с существующими сложностями голосования.

При безусловной важности акционерного финансирования внутренние члены (инсайдеры) являются основными владельцами акций в большинстве японских корпораций. В результате, они играют важную роль в отдельных корпорациях и во всей системе. Интересы же внешних инвесторов практически не учитываются. Процент иностранных инвесторов в японских компаниях минимален, хотя даже небольшое число акционеров из других стран могло бы сделать японскую систему более удобной для внешних акционеров.

Ключевые участники в японской модели

Японская система корпоративного управления является многосторонней и базируется вокруг ключевого банка и финансово-промышленной сети или *кейрецу*.

Основной банк и *кейрецу* - это два разных, но дополняющих друг друга элементов японской модели.⁴ Практически все японские корпорации имеют тесные отношения с их основным банком. Банк предоставляет своим корпоративным клиентам кредиты и услуги по выпуску облигаций, акций, ведению расчетных счетов и консалтинговые услуги. Основной банк, как правило, является главным держателем акций в корпорации.

В США, например, антимонопольное законодательство препятствует одному банку играть такое количество различных ролей. Вышеуказанные функции, в основном, выполняются различными структурами: коммерческими банками - кредиты, ссуды; инвестиционными банками - выпуск акций, специализированными консалтинговыми компаниями - голосование по доверенности и другие услуги.

Многие японские корпорации имеют также крепкие финансовые связи с сетью связанных с ними компаний. Такие сети характеризуются общим заемным и акционерным капиталом, торговлей товарами и услугами и неформальными деловыми контактами. Они называются "*кейрецу*".

⁴ Эрик Берглов, 1993, "Управление акционерными обществами в странах переходного периода: Теория и политическое значение" в редакции Мазахики Аоки и Хьюнг-Ки, "Корпоративное управление экономики переходного периода: внутренний контроль и роль банков", Вашингтон. Всемирный Банк.

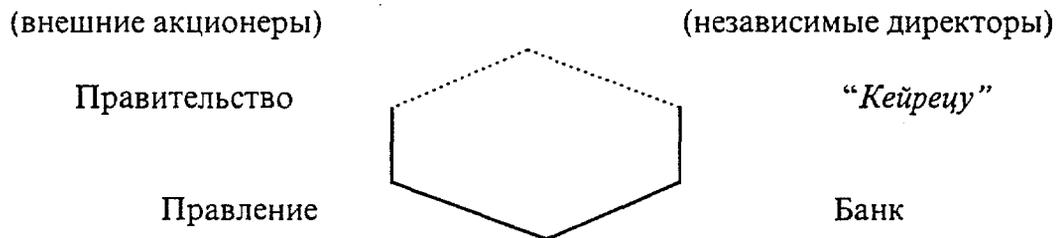
235

Государственная экономическая политика также играет одну из ключевых ролей в управлении японскими акционерными обществами. С 30-х годов японское правительство проводило активную экономическую политику, направленную на оказание помощи японским корпорациям. Эта политика подразумевает официальное и неофициальное представительство правительства в Совете корпорации, в случаях, когда она находится в затруднительном финансовом положении.

Ключевыми участниками японской модели являются: главный банк (основной внутренний акционер), связанная с корпорацией (аффилированная) компания или кейрецу (ещё один основной внутренний акционер), правление и правительство. Следует обратить внимание на то, что взаимодействие между участниками направлено на установление деловых контактов, а не на установление баланса сил, как в англо-американской модели.

В отличие от англо-американской модели, независимые акционеры практически не в состоянии повлиять на дела корпорации. В результате этого действительно независимых акционеров, т.е. директоров, представляющих независимых (внешних) инвесторов, мало.

Схема японской модели выглядит как разомкнутый шестиугольник:



Основание, состоящее из четырех соединенных прямых, представляет собой взаимосвязь интересов четырех ключевых участников: правительства, управляющих, банка и "кейрецу". Линии в верхней части рисунка представляют отсутствие взаимного интереса у независимых или внешних участников, поскольку они играют незначительную роль.

Структура владения акциями в японской модели

В Японии рынок акций целиком находится в руках финансовых организаций и корпораций. Также, как в Великобритании и США, в послевоенный период в Японии заметно увеличилось число институциональных акционеров. В 1990 году финансовые организации (страховые компании и банки) владели примерно 43% японского фондового рынка, а корпорации (за исключением финансовых организаций) - 25%. Иностранные инвесторы - примерно 3%.

В японской модели, как и в немецкой, банки являются ключевыми акционерами и развивают прочные связи с корпорациями в силу того, что они оказывают множество различных услуг и их интересы перекрещиваются с интересами корпорации. В этом состоит основное отличие этих моделей от англо-американской, где такие отношения

запрещены антитрастовым законодательством. Американские и английские корпорации получают финансовые и другие услуги из разных источников, включая хорошо разработанные рынки ценных бумаг.

Состав совета директоров в японской модели

Совет директоров японских корпораций практически полностью состоит из внутренних участников, т. е. исполнительных директоров, управляющих, руководителей крупных отделов компании, и Правления. Если объем прибыли компании уменьшается в течение продолжительного периода, основной банк и члены кейрецу могут снять директоров и назначить своих кандидатов. Другое, привычное для Японии явление, это - назначение отставных чиновников различных министерств и ведомств в состав совета директоров корпорации. Например, Министерство финансов может назначить своего отставного чиновника в совет директоров банка.

В японской модели состав совета директоров зависит от финансового состояния корпорации. Схема японской модели дает наглядное объяснение её структуры.

Следует обратить внимание на существование взаимосвязи между структурой владельцев и составом совета директоров японских корпораций. В отличие от англо-американской модели, представители независимых акционеров (т. е. "аутсайдеров") редко встречаются в составе совета директоров японских корпораций.

Советы директоров японских компаний, как правило, больше, чем в США, Великобритании или Германии. Средний японский совет состоит из 50 членов.

Законодательная база японской модели

Правительственные министерства традиционно имели огромное влияние на ход развития промышленной политики Японии. Эти министерства осуществляют также контроль за деятельностью корпораций. Однако, в последние годы ряд факторов начал замедлять развитие всеобъемлющей экономической политики. Во-первых, в связи с растущей ролью японских корпораций внутри страны и за рубежом, в формировании политики стал участвовать целый ряд министерств во главе с Министерством финансов и Министерством международной торговли и промышленности. Во-вторых, увеличивающаяся интернационализация японских корпораций сделала их менее зависимыми от внутреннего рынка и, следовательно, менее зависимыми от промышленной политики. В-третьих, рост японского рынка капитала вел к их частичной либерализации и открытости, хотя и незначительной по мировым стандартам. Несмотря на то, что эти и другие факторы несколько разобшили единую промышленную политику Японии, она по-прежнему является важным фактором японского законодательства, особенно в сравнении с англо-американской моделью.

С другой стороны, существует (хотя и не столь эффективное) независимое регулирование японского рынка государственными агентствами. Это выглядит несколько ироничным, т. к. законодательная

база Японии была практически скопирована с американской модели после второй мировой войны. Несмотря на множество различных поправок и изменений, ядро японского законодательства о фондовом рынке остается очень похожим на американское. В 1971 году, после первой волны иностранных инвестиций, были приняты новые законы, предписывающие более полное раскрытие информации. Главные регулирующие органы: Бюро ценных бумаг Министерства финансов и Комитет по надзору за фондовыми биржами, учрежденный при Бюро в 1992 году. Это бюро ответственно за соблюдение корпорациями существующего законодательства и расследование нарушений. Несмотря на полномочия этих структур, им ещё предстоит завоевать независимое влияние "де-факто".

Требования к раскрытию информации в японской модели

Требования к раскрытию информации в Японии достаточно строгие, но не такие, как в Америке. Корпорации должны сообщать о себе достаточно много, а именно финансовую информацию (каждое полугодие), данные о структуре капитала, сведения о каждом кандидате в совет директоров (включая имена и фамилии, занимаемые должности, отношения с корпорацией, владение акциями корпорации), данные о вознаграждениях, в основном, наибольшие суммы, выплачиваемые исполнительным работникам и членам совета директоров, сведения о предлагаемых слияниях и реорганизации, предлагаемые поправки к Уставу, имена лиц и/или названия компаний, приглашаемых для аудиторской проверки.

Процедура раскрытия информации в Японии имеет ряд существенных отличий от американской, которая считается самой жесткой в мире. В Японии финансовая информация предоставляется каждые полгода, а в США - каждый квартал; в Японии сообщается сумма совокупного вознаграждения управляющим и директорам, а в США - по каждому лицу. То же касается и списка крупных владельцев: в Японии - это десять крупнейших акционеров, в то время, как в США - все акционеры, владеющие пакетами более 5%. Кроме того, существуют заметные различия между японскими и американскими стандартами финансовой отчетности (GAAP).

Действия корпораций, требующие одобрения акционеров в японской модели

В обычный круг вопросов, требующих одобрения акционеров в японских корпорациях входят следующие: выплата дивидендов и распределение средств, выборы Совета директоров и назначение аудиторов.

Кроме того, без согласия акционеров нельзя решать вопросы, касающиеся капитала корпорации; принимать поправки к Уставу (например, изменение численности и/или состава Совета директоров или изменение утвержденного вида деятельности); выплачивать выходные пособия директорам и аудиторам; повышать верхний предел вознаграждения директорам и аудиторам.

Внеочередные действия корпорации, требующие одобрения акционеров, - это слияния, поглощения и реорганизация.

Предложения акционеров являются сравнительно новым явлением в Японии. До 1981 года закон не разрешал акционерам выносить свои предложения на рассмотрение ежегодного общего собрания. В 1981 году была принята поправка к Коммерческому кодексу, устанавливающая, что акционер, владеющий по крайней мере 10% акций компании, может выступать с предложениями на ежегодном или внеочередном общем собрании.

Взаимодействия между участниками в японской модели

Механизм взаимодействия между ключевыми участниками способствует укреплению отношений между ними. **Это основная отличительная черта японской модели.** Японские корпорации заинтересованы в долгосрочных, предпочтительно, аффилированных акционерах. И, наоборот, неаффилированных акционеров стараются исключить из этого процесса.

Годовые отчеты и материалы, связанные с проведением общего собрания, доступны всем акционерам. Акционеры могут присутствовать на собрании лично или голосовать по доверенности или по почте. Теоретически, система достаточно проста, однако на практике иностранным инвесторам голосовать очень сложно.

Ежегодное собрание - это чисто формальное мероприятие, и корпорации не приветствуют какие-либо возражения акционеров. Более того, активность акционеров ослабляется, хотя и неформально, ещё и тем, что большинство корпораций проводят свои собрания в одно и то же время, тем самым препятствуя присутствию или голосованию институциональных инвесторов в разных корпорациях.

Немецкая модель⁵

Немецкая модель управления акционерными обществами существенно отличается от англо-американской и японской моделей. Хотя некоторое сходство с японской моделью всё-таки существует.

Банки являются долгосрочными акционерами немецких корпораций⁶ и, подобно японской модели, представители банков выбираются в Советы директоров. Однако, в отличие от японской модели, где представители банков привлекаются в совет только в кризисных ситуациях, в немецких корпорациях представительство банков в совете постоянно. Три крупнейших универсальных немецких банка (т.е. банки, предоставляющие

⁵ Немецкая модель используется в немецких и австрийских корпорациях. Некоторые элементы этой модели присутствуют также в Нидерландах и Скандинавии. Кроме этого, недавно некоторые корпорации Франции и Бельгии также начали применять элементы немецкой модели.

⁶ В немецком языке для обозначения корпорации употребляется термин "акционерное общество" (Aktiengesellschaft), поэтому, немецкие и австрийские корпорации используют сокращение AG после названия, например, Фольксваген АГ.

широкий диапазон услуг) играют основную роль; в некоторых областях страны государственные банки являются ключевыми акционерами.

Существуют три основных особенности немецкой модели, отличающие её от других моделей. Две из них - это **состав совет директоров и права акционеров**.

Во-первых, немецкая модель предусматривает двухпалатный Совет, состоящий из **Правления/исполнительного совета** (чиновники корпорации, т.е. внутренние члены) и **наблюдательного совета** (представители рабочих, служащих компании и акционеров). Эти две палаты абсолютно раздельны: никто не может одновременно членом Правления и наблюдательного совета. Во-вторых, численность наблюдательного совета устанавливается законом и не может быть изменена акционерами.

В-третьих, в Германии и других странах, использующих немецкую модель, узаконены **ограничения прав акционеров в части голосования**, т.е. ограничивается число голосов, которое акционер имеет на собрании и которое может не совпадать с числом акций, которыми этот акционер владеет.⁷

Большинство немецких корпораций предпочитает банковское финансирование акционерному, поэтому капитализация фондового рынка невелика по сравнению с мощью немецкой экономики. Процент индивидуальных акционеров в Германии низок, что отражает общий консерватизм инвестиционной политики страны. Поэтому неудивительно, что структура управления акционерным обществом сдвинута в сторону контактов между ключевыми участниками, а именно, банками и корпорациями.

Система в какой-то степени является противоречивой в отношении к мелким акционерам: с одной стороны, она позволяет им вносить предложения, с другой, позволяет компаниям налагать ограничения на права голоса.

Процент иностранных инвесторов достаточно велик: в 1990 году он составил 19%. Это фактор постепенно начинает оказывать влияние на немецкую модель, т.к. иностранные инвесторы из стран Европейского Сообщества и других стран начинают защищать свои интересы. Распространение рынка капитала заставляет немецкие корпорации пересматривать свою политику. Когда компания "Даймлер-Бенц АГ" (Daimler-Benz AG) решила зарегистрировать свои акции на Нью-йоркской фондовой бирже в 1993 году, она была вынуждена принять существующие общие стандарты бухгалтерской отчетности США. Эти бухгалтерские стандарты обеспечивают большую открытость по сравнению с немецкими. Так, компания "Даймлер-Бенц" вынуждена была отчитываться о крупных убытках, которые можно было бы скрыть, применяя немецкие принципы бухгалтерского учета.

⁷ Ещё в 1994 году приблизительно 10 крупнейших немецких корпораций и банков всё еще имели ограничения при голосовании, хотя в последнее время в странах Европейского Сообщества наметилась тенденция к отмене этих ограничений.

Состав и численность наблюдательного совета определяются Законами о промышленной демократии и о равноправии служащих; эти законы определяют также количество представителей, выбранных рабочими/служащими и количество представителей, выбранных акционерами.

Численность наблюдательного совета устанавливается законом. В небольших корпорациях (численностью менее 500) акционеры избирают весь Наблюдательный совет. В средних корпорациях (размер корпорации зависит от размера фондов и средств и количества сотрудников) сотрудники избирают одну треть наблюдательного совета, состоящего из девяти человек. В больших корпорациях сотрудники избирают половину наблюдательного совета, состоящего из 20 человек.

Следует обратить внимание то, что существует два основных отличия немецкой модели от японской и англо-американской: **численность наблюдательного совета устанавливается законом и не подлежит изменению, и в наблюдательный совет входят представители рабочих /служащих компании.**

Тот факт, что в наблюдательный совет не входят "инсайдеры" совсем не означает, что в него входят только "аутсайдеры". Членами наблюдательного совета, избираемого акционерами, обычно являются представители банков и корпораций, т.е. крупных акционеров. Было бы правильнее назвать их "аффилированными аутсайдерами".

Для более четкого понимания состава советов в немецкой модели см. схему, прилагаемую в конце статьи.

Законодательная база немецкой модели

В Германии существуют сильные федеральные традиции. Федеральные и местные (земельные) законы оказывают влияние на структуру управления акционерными обществами. Федеральные законы включают в себя законы об акционерных обществах, законы о фондовых биржах, коммерческие законы, а также перечисленные выше законы о составе наблюдательных советов. Однако, регулирование деятельности бирж является прерогативой местной власти.

Федеральное агентство по ценным бумагам было создано в 1995 году. Оно и дополнило недостающий элемент немецкого законодательства.

Требования к раскрытию информации в немецкой модели

В Германии разработаны достаточно строгие правила раскрытия информации, но не такие жесткие, как в США. Корпорации должны предоставлять в годовом отчете или на общих собраниях разнообразную информацию, включая финансовую (каждое полугодие), данные о структуре капитала, ограниченную информацию о каждом кандидате в наблюдательный совет (с указанием имени и фамилии, адреса, места работы и занимаемой должности), совокупную информацию о вознаграждениях, выплачиваемых членам Правления и наблюдательного совета, данные об

24/2

акционерах, владеющих более 5% акций корпорации; информацию о возможном слиянии или реорганизации; предлагаемые поправки к Уставу; а также имена лиц или название компаний, приглашаемых для аудиторской проверки.

Правила раскрытия информации в Германии отличаются от принятых в США, которые считаются наиболее строгими. Так, например, финансовая информация сообщается раз в полгода, а не ежеквартально, как в США, предоставляются совокупные данные о вознаграждении директорам и менеджерам, в отличие от индивидуальных сведений в США, не сообщаются сведения о членах наблюдательного совета и их владении акциями компании. Кроме того, существуют заметные различия между немецкими и американскими стандартами бухгалтерской отчетности.

Основное отличие немецкой системы финансовой отчетности состоит в том, что немецким корпорациям разрешается иметь значительную нераспределенную прибыль, что позволяет компаниям занижать свою стоимость.

До 1995 года немецкие компании должны были оглашать имена лиц, владеющих более 25% акций компании. В 1995 году этот предел был снижен до 5%, что совпадает с международными стандартами.

Действия корпорации, требующие одобрения акционеров в немецкой модели

Действия компании, требующие одобрения акционеров - это распределение чистого дохода (выплата дивидендов, использование средств), ратификация решений Правления и наблюдательного совета за прошедший финансовый год, выборы наблюдательного совета, назначение аудиторов.

Утверждение решений исполнительного совета (Правления) и Наблюдательного совета по существу означает "печать одобрения" или "вотум доверия". Если акционеры хотят предпринять какие-либо юридические акции против отдельных членов советов или против совета в целом, они откажутся от ратификации решений совета за прошедший год.

В отличие от англо-американской и японской моделей акционеры не имеют права изменять численность или состав Наблюдательного совета. Размер и состав совета устанавливаются законом.

Другими действиями, также требующими одобрения акционеров, являются: решение об осуществлении затрат (что автоматически признает преимущественные права, если только не отклоняется акционерами), сотрудничество с филиалами, поправки и изменения к Уставу (например, изменение утвержденного вида деятельности), повышение верхнего предела вознаграждения членам Наблюдательного совета.

Внеочередные действия, требующие одобрения акционеров - это слияние, покупка контрольного пакета акций и реорганизация.

2413

В Германии предложения акционеров - это обычное дело. После оглашения повестки дня ежегодного общего собрания акционеры могут подать в письменной форме предложения двух типов: **контрпредложение**, т.е. противоречащее предложению Правления и/или Наблюдательного совета, включенному в повестку дня. Оно может касаться увеличения или уменьшения размера дивидендов или например, представлять альтернативную кандидатуру в Наблюдательный совет. **Предложение акционеров** может содержать дополнение к повестке дня. Примеры предложений акционеров: альтернативные кандидатуры в Наблюдательный совет, проведение специального расследования или проверки, требование отменить ограничения на право голосования, рекомендации по изменению структуры капитала.

Если эти предложения удовлетворяют всем установленным требованиям, корпорация должна объявить о них и известить акционеров до начала собрания.

Взаимодействие между участниками в немецкой модели

Существующая в Германии законодательная база учитывает интересы служащих, корпораций, банков и акционеров. О многогранной роли банков уже говорилось ранее.

В целом система ориентирована на ключевых участников. Но, несмотря на это, немало внимания уделяется и мелким акционерам, например, допускаются вышеупомянутые предложения акционеров.

Однако, существуют определенные препятствия на пути участия акционеров в управлении, а именно в части полномочий банков как депозитариев и голосующих членов.

Большинство немецких акций - это акции на предъявителя (они не регистрируются). Корпорации, выпускающие такие акции, должны объявлять о ежегодных общих собраниях в государственных изданиях и направлять свои годовые отчеты и повестку дня в банк-депозитарий, который в свою очередь направляет эти материалы тем акционерам, которые в них заинтересованы. Такая процедура часто осложняет получение материалов иностранными акционерами.

В Германии большинство акционеров покупают акции через банк, и банки, будучи депозитариями, имеют право голосовать на собраниях. Процесс состоит в следующем: акционер дает банку доверенность, по которой банк имеет право голосовать в течение установленного срока - до 15 месяцев. Корпорация высылает повестку дня и годовой отчет в банк-хранитель (кустодиан). Банк передает акционеру эти материалы, а также свои рекомендации по голосованию. В случае, если акционер банку не дает специальных инструкций по голосованию, банк вправе голосовать по своему усмотрению. Это ведет к потенциальному конфликту интересов между банком и акционером. Это также приводит к усилению банковского влияния при голосовании, поскольку не все акционеры дают банкам инструкции по голосованию, и банки голосуют по своему усмотрению. Но, поскольку число индивидуальных акционеров в Германии невелико, это не

244

представляет собой проблемы, хотя, с другой стороны, это отражает “пробанковскую” и “анти-акционерную” сторону системы.

Кроме того, узаконенные ограничения права голоса и невозможность голосования по почте также препятствуют участию акционеров в делах корпорации. Как уже упоминалось, акционеру нужно либо присутствовать на собрании лично, либо быть представленным своим банком - депозитарием.

Несмотря на эти препятствия, мелкие акционеры не исключаются из процесса и на собраниях часто вносят свои предложения против управляющих каждый год. В Австрии мелкие акционеры не столь активны. Может быть, потому, что австрийское правительство прямо или косвенно является крупным акционером в большинстве компаний.

Заключение

Настоящая статья представила модели корпоративного управления, познакомила читателя с основными элементами каждой модели и продемонстрировала, как каждая модель развивалась в соответствии с различными условиями и спецификой каждой страны. В статье сделана попытка объяснить, что нельзя просто выбрать понравившуюся модель управления и применить её в конкретной стране. Корпоративное управление - это динамичный процесс, развивающийся в соответствии с существующими факторами и условиями страны.

По мере роста и развития рынков капитала каждая модель (хотя и медленно) становится более открытой к влиянию других моделей, сохраняя при этом свои уникальные особенности. Юристы, экономисты и финансисты могут многое почерпнуть из знакомства с каждой моделью.

**АНГЛО-АМЕРИКАНСКАЯ СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ
АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ
(ТЕОРИЯ)**

("Система опроса и выявления общего мнения")

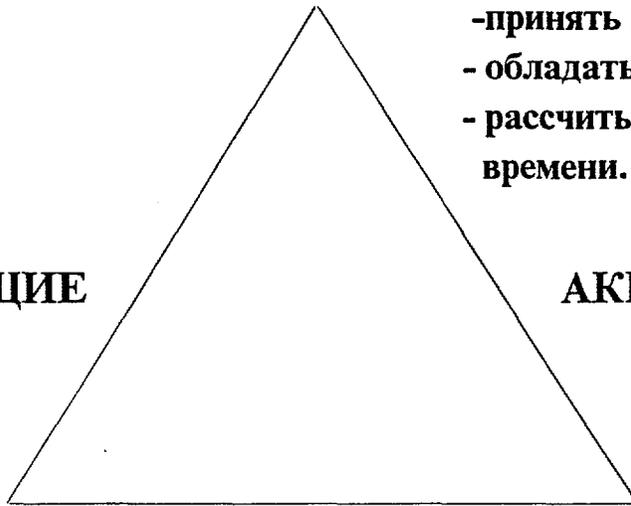
Отвечают за повседневную деятельность. Обеспечивают и поддерживают условия и мотивацию для деятельности компании.

Влиятельны (в теории) т.к. избирают Совет и голосуют на ежегодных собраниях акционеров. Для того, чтобы оказывать давление, они должны:

- принять на себя обязательства
- обладать знаниями
- рассчитывать на долгий период времени.

УПРАВЛЯЮЩИЕ

АКЦИОНЕРЫ



СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ

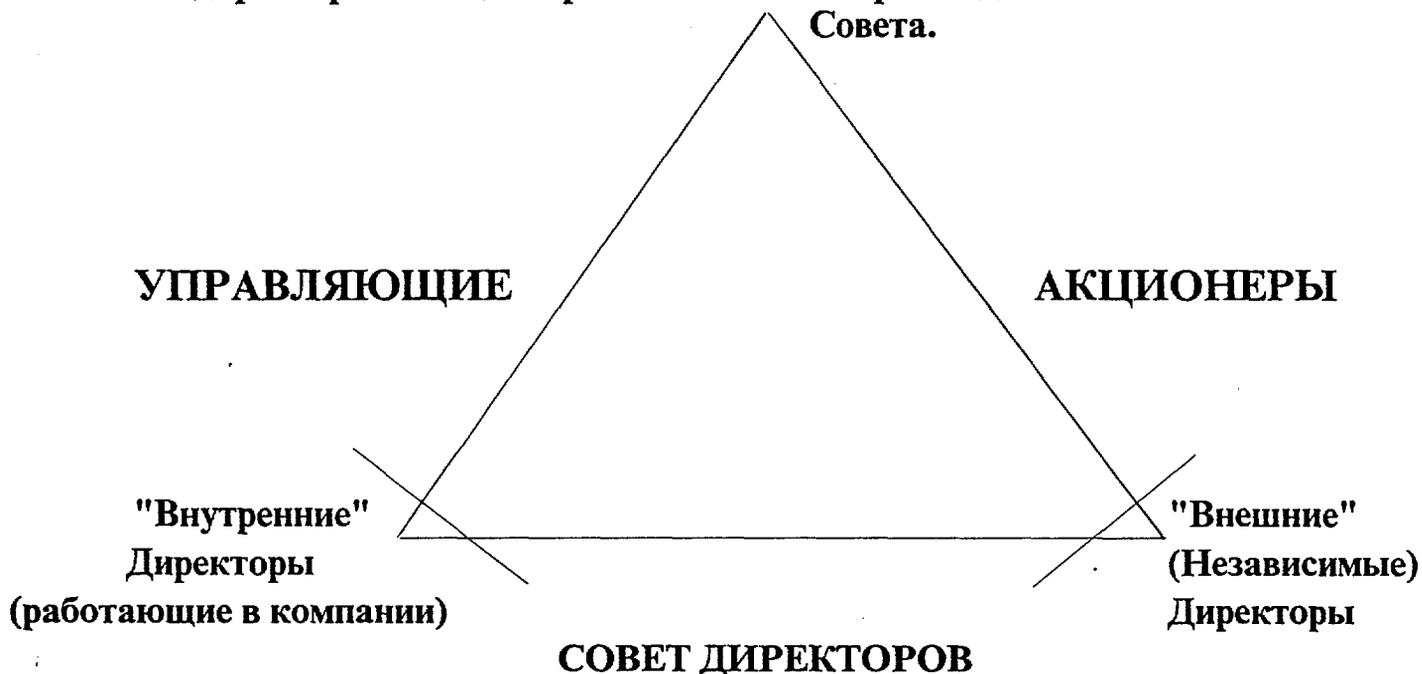
Роль: фильтра
советника
наблюдателя

Совет является источником и основой
надлежащей подотчетности
управленческого звена акционерам.

АНГЛО-АМЕРИКАНСКАЯ СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ (ПРАКТИКА)

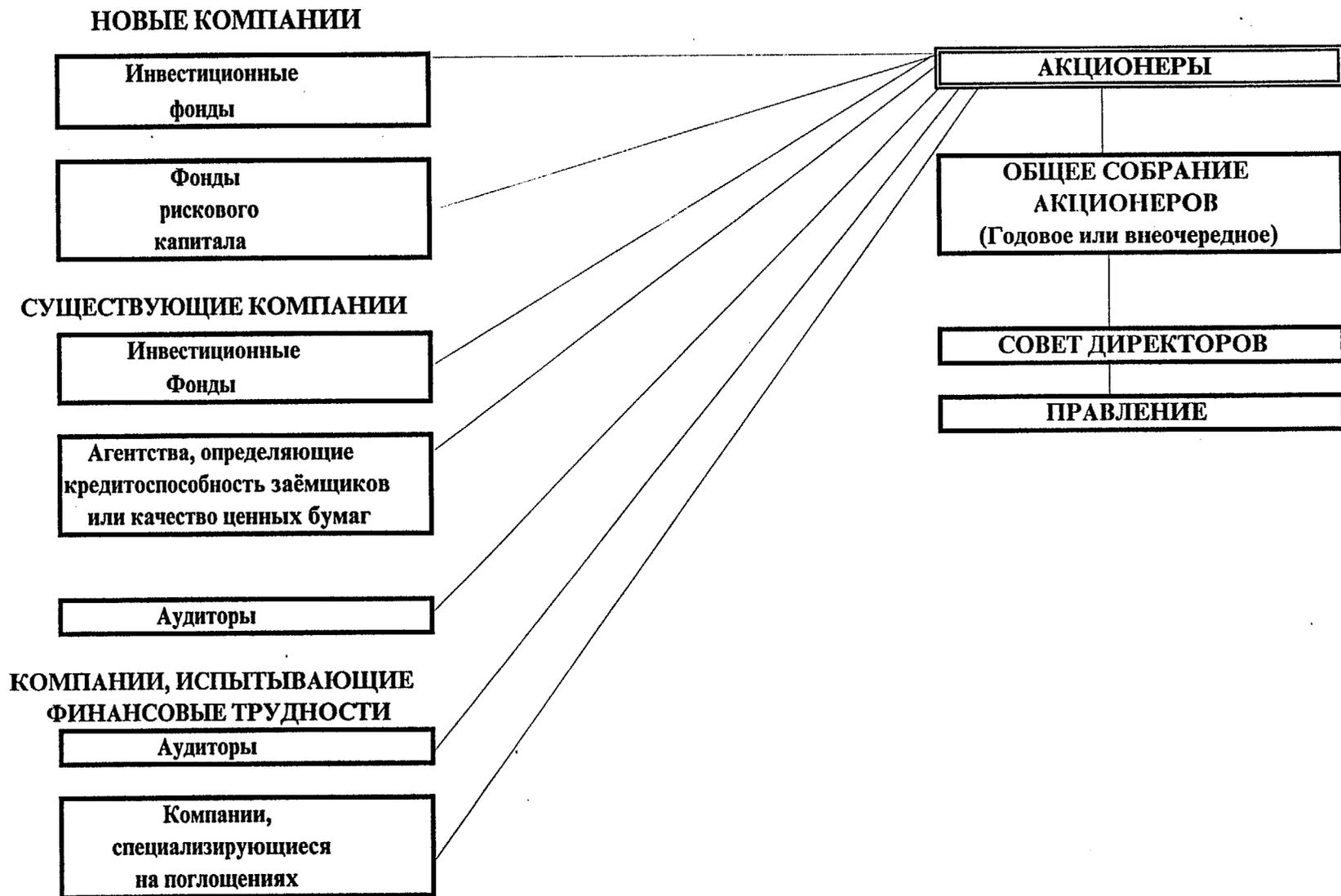
Небольшая, но влиятельная группа, имеющая доступ к информации и осуществляющая контроль за повседневной деятельностью компании. Но - отчитывается перед Советом директоров и акционерами.

Разрозненная и относительно влиятельная группа, члены которой имеют одну общую цель - они хотят видеть хорошие финансовые результаты. Но они контролируют капитал и могут осуществлять надзор, выбрав подотчетных членов Совета.



Небольшая группа из 12 человек (среднее кол-во в США), не имеющая информации и стимулов к работе.
"Потенциальный резиновый штамп."
Но - они наделены полномочиями внешнего контроля и надзора и подотчетны акционерам.

Многосторонний мониторинг в англо-американской модели управления акционерным обществом

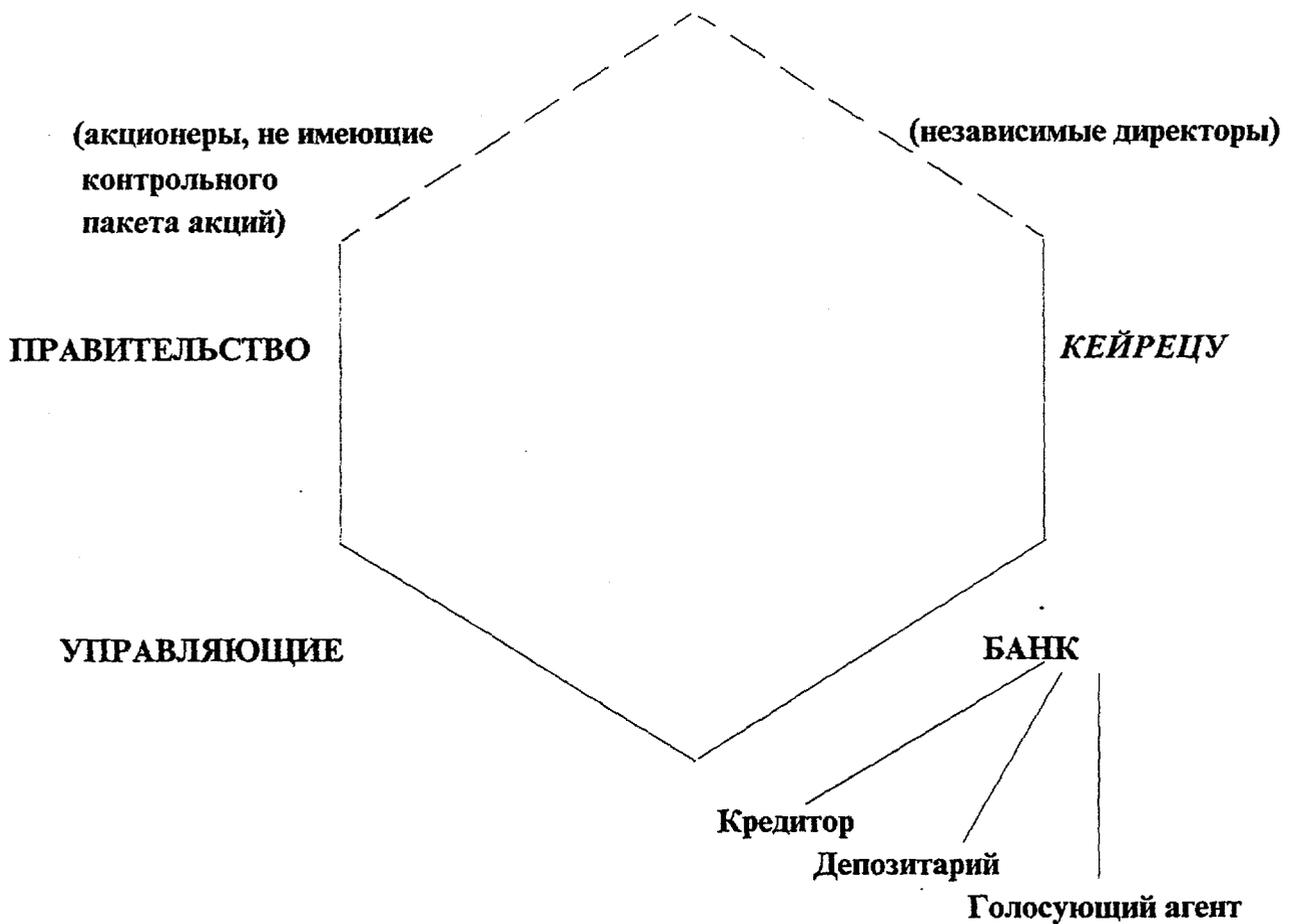


208

ЯПОНСКАЯ МОДЕЛЬ УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВО

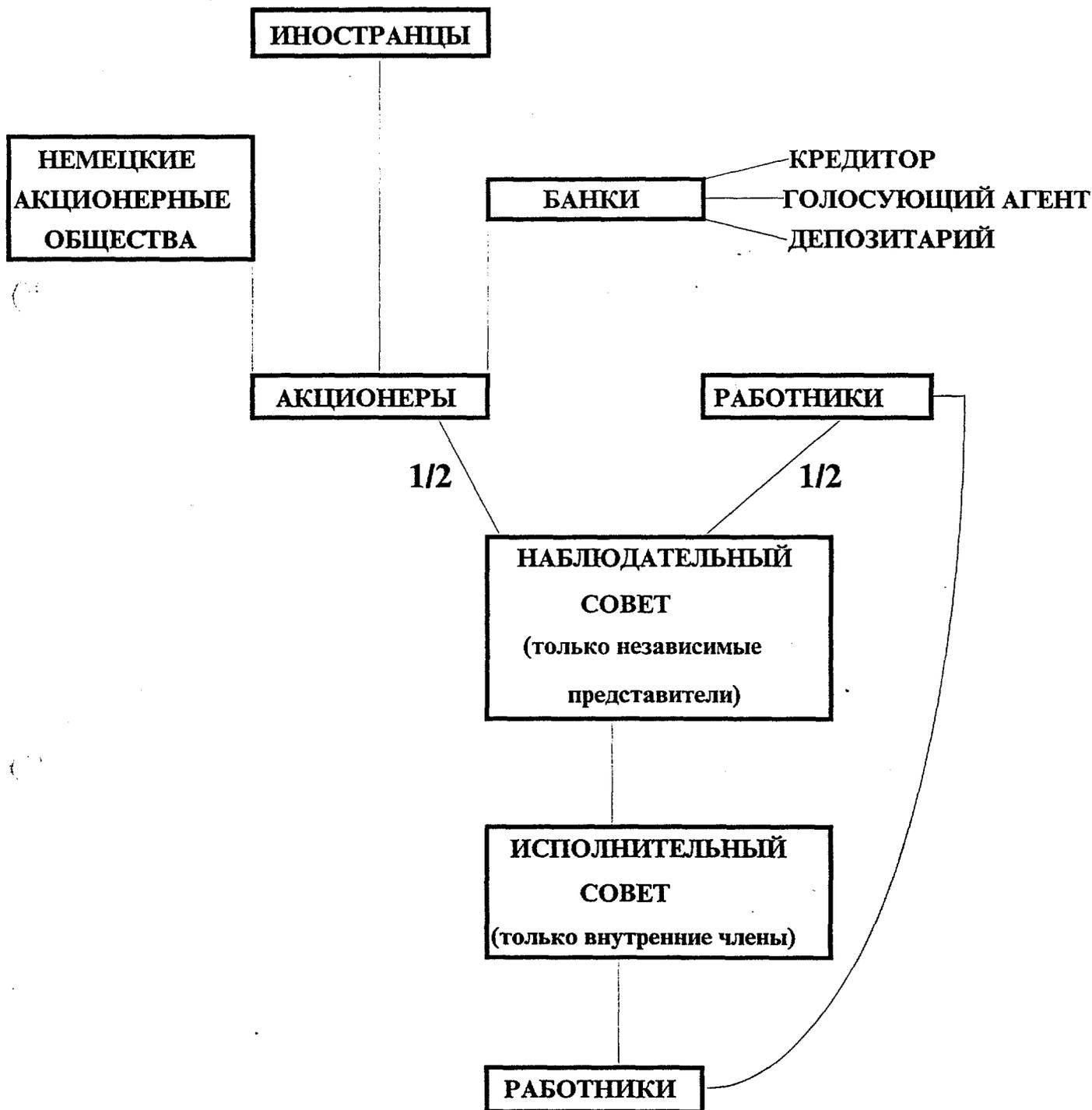
Большой совет директоров (численность доходит до 50 человек),
в него обычно входят только "внутренние" представители.

Когда финансовое положение компании ухудшается, акционеры,
владеющие контрольным пакетом акций, посылают своих представителей
в совет директоров.



249

НЕМЕЦКАЯ СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ



250

Основные направления деятельности совета директоров компании "General Motors" в вопросах корпоративного управления компанией

В конце 80х - начале 90х годов американские институциональные инвесторы, представители акционеров и организации, защищающие права акционеров выступали с критикой практики корпоративного управления, существовавшей в американской автомобильной компании "General Motors" (GM). Критика концентрировалась вокруг того, что совет директоров компании, по заявлениям акционеров, не отчитывается перед акционерами в полной мере, а лишь выполняет роль "резинового штампа" для утверждения предложений руководства.

В результате продолжительного и, иногда, горячего диалога между акционерами, руководством компании и советом директоров стал документ "Основные направления деятельности совета директоров компании в вопросах корпоративного управления."

Многие американские институциональные инвесторы считают, что этот шаг явился первым этапом на пути улучшения системы отчетности совета перед акционерами и отношений между компанией и акционерами в целом.

Основные направления деятельности совета директоров компании "General Motors" в вопросах корпоративного управления компанией

1994

1. Выборы председателя и главного исполнительного директора

Совет директоров волен сделать любой выбор, наилучшим образом удовлетворяющий потребности компании в данный момент.

Поэтому, совет директоров не придерживается определенной политики в отношении разделения или совмещения функций исполнительного директора и председателя совета директоров. В случае, если будет принято решение о разделении функций, председателем может быть избран как независимый директор, так и сотрудник компании.

2. Концепция управляющего директора

Совет директоров решил, что компания должна иметь директора, избранного независимыми директорами, который будет председательствовать на общих собраниях независимых директоров и будет исполнять обязанности, связанные с деятельностью независимых директоров.

В настоящее время эти обязанности выполняет Председатель совета, который является независимым директором. Если Председателем совета станет сотрудник компании, для исполнения вышеуказанных обязанностей будет избран еще один директор.

3. Количество комиссий

Имеющаяся структура комиссий соответствует структуре компании. Время от времени могут возникать обстоятельства, при которых совет может решить создать новую комиссию или распустить существующую. В настоящее время существует шесть комиссий: Ревизионная комиссия, Комиссия по акционерному капиталу, Комиссия по делам директоров, Финансовая комиссия (поощрения и вознаграждения) и Комиссия по связям с общественностью.

4. Назначение и сменяемость членов комиссии

После консультации с исполнительным директором и с учетом пожеланий членов совета директоров, Комиссия по делам директоров назначает членов совета в различные комиссии.

Совет считает, что члены комиссий должны сменяться приблизительно каждые пять лет. В то же время совет не считает, что такая сменяемость должна быть обязательной, так как могут возникать ситуации,

282

когда будет выгодно продлить срок пребывания в комиссии отдельных директоров.

5. Частота проведения и продолжительность собраний

Частоту проведения и продолжительность собраний определяет Председатель комиссии совместно с членами комиссии.

6. Повестка заседаний комиссии

Председатель комиссии в сотрудничестве с соответствующими членами руководства и штата сотрудников разрабатывает повестку заседаний комиссии.

В начале года каждая комиссия готовит перечень вопросов, которые необходимо будет обсудить в течение года (т.е. вопросы, которые можно предвидеть). Предварительная повестка заседаний также предоставляется совету директоров.

7. Подбор вопросов для повестки дня.

Председатель совета и Исполнительный директор (в случае, если Председатель не является Исполнительным директором) устанавливают повестку дня каждого заседания совета.

Любой член совета может внести предложение о включении других вопросов в повестку дня.

8. Материалы совета, распространяемые заранее.

Совет считает, что информация и данные, необходимые для понимания членами совета сути вопроса, должны быть предоставлены членам совета в письменном виде до проведения заседаний совета. Руководство предпримет все меры к тому, чтобы эти материалы были краткими и исчерпывающими.

9. Выступления

Как правило, тексты выступлений по конкретным вопросам необходимо отправлять заранее, в целях экономии времени собрания. Время дискуссии следует использовать для вопросов, возникающих у совета по поводу обсуждаемого материала. Если обсуждаемый вопрос является слишком деликатным, чтобы отражать его на бумаге, то в таком случае выступление обсуждается непосредственно на собрании.

10. Присутствие представителей, не являющихся членами совета, на заседаниях совета

совет одобряет присутствие лиц, не являющихся членами совета, но являющихся членами президентского совета, на всех заседаниях совета директоров. Если Исполнительный директор захочет увеличить число

постоянных присутствующих на заседаниях, он должен согласовать это с членами совета.

11. Закрытые заседания независимых директоров

Независимые директора совета встречаются на закрытых заседаниях три раза в год. Такие собрания представляют собой переговоры с Исполнительным директором.

12. Доступ членов совета к высшему руководству

Члены совета имеют полный доступ к высшему руководству. Предполагается, что члены совета будут руководствоваться здравым смыслом, т.е. такого рода контакты не будут отвлекать от деловой активности компании. Если такой контакт осуществляется в письменной форме, то копия документа о нем должна быть представлена Исполнительному директору и Председателю. Более того, совет поощряет руководство, когда оно посылает на заседания совета руководителей, которые: а) могут представить дополнительные сведения по обсуждаемым вопросам, поскольку они связаны с данной сферой деятельности, и/или б) являются потенциальными кандидатами в руководство компании.

13. Отчет о вознаграждениях членам совета

Раз в год в Комиссию по делам директоров сдается отчет о вознаграждениях, выплаченных членам совета директоров компании "General Motors", в котором приводится сравнительная характеристика этих вознаграждений с вознаграждениями других крупных американских компаний. Изменения в сумме вознаграждений происходят по предложению Комиссии по делам директоров, но при условии обсуждения и согласования с членами совета.

14. Размер совета

В настоящее время совет состоит из 14 членов. Совет считает, что это число соответствует структуре деятельности компании. Однако, если возникнет необходимость предоставить место кандидату(там), представляющему(им) интерес для компании, совет будет готов увеличить свою численность.

15. Соотношение независимых директоров и директоров, являющихся работниками компании

Совет полагает, что большинство в совете директоров компании "General Motors" должны представлять независимые директора (Правила внутреннего распорядка 2.12). Помимо Исполнительного директора совет приветствует также членство других представителей руководства в качестве директоров.

Однако, совет считает, что руководство должно объяснять руководителям то, что членство в совете не является необходимым

условием того или иного поста в компании. В настоящее время руководители, не являющиеся Исполнительными директорами, постоянно посещают заседания совета, хотя они и не являются членами совета.

Совет предполагает, что решения по вопросам корпоративного управления будут приниматься независимыми директорами.

16. Определение советом директоров концепции “независимости” независимых директоров.

Правила внутреннего распорядка, дающие определение независимым директорам, были приняты советом в январе 1991 года. Совет считает, что в настоящее время между компанией “General Motors” и независимыми директорами не существует компрометирующих их отношений. Комиссия по делам директоров ежегодно проверяет соответствие правилам внутреннего распорядка.

17. Членство бывших исполнительных директоров

Совет предполагает, что этот вопрос следует решать в индивидуальном порядке. Предполагается, что когда Исполнительный директор уходит в отставку, он/она одновременно слагает с себя обязанности члена совета. Если же он/она продолжает работать в совете, этот вопрос должен ставиться на обсуждение совета и нового Исполнительного директора.

В целях следования нормам корпоративного управления бывший Исполнительный директор является в совете директоров директором, представляющим интересы работников компании.

18. Критерий отбора членов совета

Комиссия по делам директоров отвечает за ежегодный пересмотр соответствия требований к характеристикам и профессиональным навыкам членов совета настоящей структуре совета. Эта оценка включает критерии разнообразия, возраста, профессиональных навыков, таких, например, как понимание технологического процесса, международный опыт и т.д.

19. Отбор новых кандидатов

Совет отвечает за подбор новых кандидатов. Совет поручает Комиссии по делам директоров, Председателю совета и Исполнительному директору проведение отбора.

20. Приглашение потенциальному кандидату на пост директора вступить в совет

Приглашение вступить в совет делается советом, Председателем Комиссии по делам директоров (если посты Председателя и Исполнительного директора совмещаются), Председателем совета и Исполнительным директором компании.

21. Оценка деятельности совета

Комиссия по делам директоров отвечает за ежегодное предоставление совету оценку деятельности совета. Совет в полном составе занимается обсуждением данной оценки. Оценка деятельности совета производится по завершению финансового года, одновременно с отчетом о критериях отбора членов совета.

Эта оценка касается вклада совета в деятельность компании в целом, а также рассматривает конкретные сферы, в которые, по мнению совета и/или руководства такой вклад мог бы быть сделан. Цель такой оценки - улучшить эффективность работы совета, а не преследовать отдельных членов совета.

22. Директоры, переходящие на другую должность

Совет считает, что директора, переходящие на другую должность, могут добровольно отказаться от членства в совете.

Совет не считает, что директора, уходящие в отставку или меняющие свои функции, должны обязательно уходить из совета. Однако, в этом случае, совет должен иметь возможность проверить через Комиссию по делам директоров соответствие критериям членства в совете.

23. Сроки

Совет считает, что он не должен устанавливать сроки. В то время, как такие ограничения могли бы обеспечить приток новых идей, они ставят в невыгодное положение тех директоров, которым необходимо время для того, чтобы лучше понять деятельность компании и тем самым обеспечить наибольший вклад в деятельность совета в целом.

Каждые пять лет Комиссия по делам директоров в сотрудничестве с Исполнительным директором и Председателем совета будут рассматривать вопросы возобновления отношений с каждым директором. Это также предоставит возможность каждому директору подтвердить свое желание продолжить работу в совете.

24. Пенсионный возраст

Совет считает, что пенсионный возраст наступает в 70 лет.

25. Оценка деятельности Исполнительного директора

Ежегодно совет в полном составе (независимые директора) оценивает деятельность Исполнительного директора. Председатель совета (не являющийся Исполнительным директором) или управляющий директор доводят до сведения Исполнительного директора эту оценку.

Оценка должна быть объективной и основываться на деятельности компании, выполнении долгосрочных обязательств и т.д.

Комиссия по вознаграждениям и поощрениям использует эту оценку при обсуждении вознаграждения Исполнительному директору.

26. Последовательное планирование

Исполнительный директор должен представлять совету годовой отчет по последовательному планированию.

На случай внезапной нетрудоспособности Исполнительного директора должны существовать его рекомендации своему преемнику.

27. Программа развития руководства

Исполнительный директор должен предоставлять совету годовой отчет по программе развития руководства компании.

Этот отчет предоставляется совету одновременно с вышеупомянутым отчетом по последовательному планированию.

28. Взаимодействие совета с институциональными инвесторами, прессой, заказчиками и т.д.

Совет считает, что руководство компании выступает от лица "General Motors". Отдельные члены совета могут время от времени встречаться или общаться каким-либо другим способом с клиентурой "General Motors". Предполагается, что члены совета будут заниматься этим с ведома руководства и, в большинстве случаев, по просьбе руководства.

Библиография - Управление акционерным обществом в России

Aoki, Masahiko and Hyung-Ki Kim. *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*. Washington, D.C. The World Bank. 1995.

Е.А. Сударькова "Юридический справочник акционера" (с приложением Федерального закона "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 года и других нормативных актов). Москва, 1996.

Dimsdale, Nicholas and Martha Prevezer. *Capital Markets and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press. 1994.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, "Владение акциями и корпоративное управление в Российской Федерации," Июль 1996. (Подготовлено профессором Джозефом Блази на базе совместного исследования, проведенного профессором Джозефом Блази университета Рутгерс и профессором Андреем Шлайфером Гарвардского университета.)

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, "Обзор западных портфельных инвестиций в Россию." (Проведен исследовательской группой ICR.) Весна 1996.

Схемы к Федеральному закону об акционерных обществах. Международный институт развития правовой экономики.

Пособие по управлению акционерным обществом. Международная финансовая корпорация, 1994.

Словарь банковских и финансовых терминов, том 1 и 2. Государственная Финансовая Академия, Институт экономического развития при Всемирном Банке. Редактор Shakil Farugi, Москва, 1993.

Frydman, Roman, Cheryl W. Gray and Andrzej Rapaczynski. *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Central European University Press (in cooperation with Oxford University Press). (Two Volumes) 1996.

King, Neil Jr. "Who's Steering? Facing the Corporate Governance Challenge." *The Wall Street Journal Europe's Central European Economic Review*. Volume IV, Number 2. 1996.

Monks, Robert A.G., and Minow, Nell. *Corporate Governance*. Cambridge, U.S. Blackwell. 1995.

Steil, Benn et al. *The European Equity Markets. A State of the Union and an Agenda for the Millennium*. A Report of the European Capital Markets Institute. London: The Royal Institute of International Affairs. 1996.

Джон Уайли энд Санз. *Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества.* Малая библиотека современного делового человека. Москва, 1995.

Практикум акционирования. *Органы управления акционерным обществом: компетенция, порядок формирования.* Обобщение практики применения федерального закона "Об акционерных обществах." Москва, 1997.

Комментарий к Федеральному закону "Об акционерных обществах". Юринформцентр. Москва, 1996.

259

Освещение в прессе вопросов управления акционерными обществами

Следующие статьи демонстрируют интерес российской и зарубежной прессы к вопросам управления российскими акционерными обществами:

Федеральный закон об акционерных обществах

“Вопросы, затрагиваемые российским законом об акционерных обществах.” *Обзор всемирного законодательства о ценных бумагах. (World Securities Law Report.)* Декабрь 1996.

Обсуждает новые положения и разъясняет их смысл.

Управление акционерным обществом - Взаимосвязь между правильным управлением и оценкой рынка

“Кто стал банкротом?” *Известия.* 14 ноября, 1996. Москва.

В статье говорится о том, что главное условие на пути к успеху в бизнесе - это правильное управление; если руководители компаний не хотят внедрять систему эффективного руководства, они никогда не добьются успеха.

“В России всё имеет цену.” *Экономист (The Economist.)* 15 апреля 1996. Лондон.

В статье обсуждается вопрос о том, имеется ли какая-либо вероятность того, что права акционеров, не обладающих контрольным пакетом акций будут соблюдаться; а также рассматривается связь между правильным управлением АО и “богатством” фирмы.

Мартин Питер. “Сохранение внутреннего контроля. Могут ли внешние инвесторы заключить хорошую сделку на развивающихся рынках.” *Файнэншиал Таймз (The Financial Times.)* 4-5 мая, 1996. Лондон.

В статье обсуждается вопрос о том, как появляющиеся рынки должны обеспечивать защиту прав инвесторов, если они хотят привлечь как можно большее число иностранных инвесторов.

“Восстание акционеров.” *Бизнес Уик (Business Week.)* 18 сентября, 1995. Нью Йорк.

В статье приводятся примеры плохого управления акционерными обществами в различных странах Европы; а также рассказывается о том, что предпринимают инвесторы для того, чтобы изменить существующую практику и о том, что они не будут делать инвестиции в случае, если ситуация не изменится.

260

Управление акционерным обществом - кумулятивное голосование

“Человек из Владивостока.” *Экономист (The Economist.)* 26 октября, 1996. Лондон.

Обсуждается закон о кумулятивном голосовании, которое обеспечивает пропорциональное представительство; в статье говорится о том, что в конце прошлого года только 2/5 крупных российских компаний применяли практику кумулятивного голосования для выбора директоров; такие примеры показывают, почему иностранные инвесторы неохотно вкладывают средства в российские компании.

Управление акционерным обществом - права акционеров

“Балансирование между соблюдением прав акционеров и эффективным корпоративным управлением” *Обзор рынков капитала. (Capital Markets Report.)* 19 декабря 1996. Москва.

Статья рассматривает проблему защиты прав акционеров от “контролирующих их лиц” и анализирует влияние прав акционеров на рынок.

Раскрытие информации в США - новый выпуск акций

Виктор Каретников “Новый выпуск акций по-американски” *Деловой Экспресс.* 18 февраля 1997. Москва.

Статья рассказывает о новых выпусках акций в США и о том, какие требования выдвигает Комиссия по ценным бумагам и биржам США к раскрытию информации.

Раскрытие информации - Вымпелком на Нью-Йоркской фондовой бирже

Ливов Михаил. “Нью-Йоркская фондовая биржа: Русские идут.” *Сегодня.* 11 ноября, 1996. Москва.

“Вымпелком - дебют России на Нью-Йоркской фондовой бирже” *Москоу Таймс (The Moscow Times.)* 16 ноября, 1996. Москва.

“Русские прибыли на Нью-Йоркскую фондовую биржу” *Москоу Трибьюн (The Moscow Tribune.)* 16 ноября, 1996. Москва.

Все три статьи рассказывают о дебюте на УолСтрит первой российской компании “Вымпелком-Коммьюникейшнз”; компания произвела огромное впечатление, сумев сразу же привлечь миллионы.

261

Раскрытие информации - Положения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг

“Россия - Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг утвердила новые правила по раскрытию информации и услугам по хранению ценных бумаг.” *Обзор всемирного законодательства о ценных бумагах. (World Securities Law Report.)* Декабрь 1996.

В статье обсуждается принятие Федеральной комиссией новых положений, требующих более полного раскрытия информации эмитентами ценных бумаг и облигаций, а также структур, оказывающих услуги по хранению ценных бумаг.

Раскрытие информации - Российские АДР

“Ваш справочник по АДР и ГДР.” *Файнэншиал Таймз (The Financial Times.)* 8 ноября 1996, Лондон.

Схема “Справочник по АДР.”

Торнхил Джон. “Судьбы российского рынка открываются в американских депозитных расписках.” *Файнэншиал Таймз (The Financial Times.)* 3 декабря, 1996. Лондон.

Статья рассказывает об интересе российских компаний к выпуску американских депозитных расписок и об их стремлении привести свои счета и другие документы в соответствие со стандартами международного рынка.

“Американские депозитные расписки - в центре внимания.” *Обзор рынков капитала. (Capital Markets Report.)* 5 декабря 1996, США.

Рассматривает общую концепцию АДР и особенно российских АДР.

Различные статьи

“Акционеры возбудили дело против Овитца.” *Москоу Таймз (The Moscow Times.)* 6 января 1997. Москва.

Статья рассказывает о том, как акционеры решили возбудить дело против компании “Уолт Дисней.”

262

Вопросы, затрагиваемые российским законом об акционерных обществах

КОММЕНТАРИЙ И АНАЛИЗ

Федеральный закон об акционерных обществах ("Закон"), вступивший в силу 1 января 1996 года (см. Обзор всемирного законодательства о ценных бумагах, февраль 1996 г., стр.8) определяет порядок создания и функционирования акционерных обществ в России (см. анализ, напечатанный в Обзоре всемирного законодательства о ценных бумагах, май 1996 года, стр. 29).

Настоящая статья рассматривает два основных аспекта Федерального закона, а именно - заинтересованные стороны и крупные сделки.

Заинтересованные стороны

В соответствии со статьей 81 Федерального закона лицами, заинтересованными в совершении сделки считаются член совета директоров (наблюдательного совета), лицо, занимающее должность в иных органах управления общества, акционер (акционеры), владеющий совместно со своим аффилированным лицом (лицами) 20 или более процентами голосующих акций общества, в случае, если они или члены их семей:

- 1) являются стороной такой сделки или участвуют в ней в качестве представителя или посредника;
- 2) владеют 20 или более процентами голосующих акций юридического лица, являющегося стороной сделки или;
- 3) занимают должности в органах управления юридического лица, являющегося стороной сделки.

В случаях, когда заинтересованная сторона, как описано ранее, принимает участие в сделке с числом акционеров-владельцев голосующих акций менее одной тысячи, решение о её заключении принимается большинством голосов директоров компании, не заинтересованных в её совершении.

Если в компании имеется более одной тысячи акционеров-владельцев голосующих акций, решение о заключении сделки принимается большинством голосов незаинтересованных независимых директоров. Независимый директор - это член совета директоров (наблюдательного совета) общества, не являющийся единоличным исполнительным органом общества.

Для принятия решения о заключении сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, советом директоров должно быть

установлено, что стоимость, которую общество получит за отчуждаемое имущество или предоставляемые услуги, будет не ниже рыночной стоимости этого имущества или услуг, либо стоимость приобретения имущества или услуг не превышает рыночной стоимости этого имущества или услуг. В обоих случаях рыночная стоимость определяется в соответствии со статьей 77 Закона.

Участие акционеров

В следующих случаях решение о заключении сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, принимается общим собранием акционеров - владельцев голосующих акций - большинством голосов акционеров, не заинтересованных в заключении сделки:

- 1) если сумма оплаты по сделке или стоимость имущества, являющегося предметом сделки превышает 2% активов общества, или;
- 2) если сделка предусматривает размещение голосующих акций общества в количестве, превышающим 2% ранее размещенных обществом голосующих акций.

Заключение сделки не требует одобрения общего собрания акционеров в случаях, если сделка представляет собой заём, предоставляемый заинтересованным лицом обществу, или сделка совершается в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности между обществом и другой стороной, имевшей место до момента, с которого заинтересованное лицо признается таковым. В таких случаях, несмотря на то, что одобрение общего собрания акционеров необязательно, все же неясно, необходимо ли решение совета директоров. Поскольку в Законе отсутствуют какие-либо указания на это, рекомендуется, чтобы совет директоров одобрял решения о заключении сделок.

Соответствующие органы управления

В соответствии с законодательством, в случае, если все члены совета директоров общества признаются заинтересованными лицами, сделка может быть совершена по решению общего собрания акционеров, принятому большинством голосов акционеров, не заинтересованных в сделке.

Однако, законом не оговаривается ситуация, когда все акционеры считаются заинтересованными сторонами, например, когда какой-либо акционер выступает с предложением удвоить уставной капитал компании.

Закон предусматривает дополнительные требования к заключению сделки, которые могут быть установлены Федеральной комиссией по ценным бумагам или Правительством РФ, хотя у нас нет примеров действия таких требований.

Заинтересованность в крупной сделке

Если сделка, в которой имеется заинтересованность, считается крупной сделкой, связанной с приобретением или передачей имущества компании, к ней должны применяться положения данного закона. В этом случае заключение сделки должно быть одобрено общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов акционеров - владельцев голосующих акций (абсолютное большинство необходимо для принятия решения по сверхкрупной сделке. Консервативное трактование закона предусматривает, что только акционеры, не являющиеся заинтересованными сторонами, могут голосовать на собрании.

Лицо, заинтересованное в заключении сделки, должно предоставить совету директоров, аудиторской комиссии и аудитору компании следующую информацию о:

- 1) компаниях (юридических лицах), в которых оно независимо или совместно с аффилированными лицами владеет 20 или более % голосующих акций;
- 2) юридических лицах, в которых оно занимает руководящие должности;
- 3) заключаемых или предполагаемых сделках, в которых оно будет рассматриваться как заинтересованное лицо.

Сделка, в заключении которой имеется заинтересованность, совершенная с нарушением требований к сделке, может быть признана недействительной российским судом, а заинтересованная сторона будет нести перед компанией ответственность в размере убытков, причиненных компании.

Крупные сделки

Решение о заключении крупной сделки, связанной с приобретением или отчуждением имущества, либо с распределением обычных акций, принимается советом директоров или же общим собранием акционеров в зависимости от стоимости приобретаемого или отчуждаемого имущества или количества распределяемых обычных акций.

Следующие сделки считаются крупными:

- 1) сделки, связанные с приобретением или отчуждением имущества, стоимость которого составляет более 25% балансовой стоимости активов общества, за исключением сделок, совершаемых в процессе осуществления обычной хозяйственной деятельности;
- 2) сделки, связанные с размещением обыкновенных акций либо привилегированных акций, конвертируемых в обыкновенные акции, составляющих более 25% ранее размещенных обществом обыкновенных акций.

Совет директоров общества определяет стоимость имущества в соответствии со статьей 77 Закона. Решение руководящего органа общества о заключении сделки зависит от стоимости приобретаемого или

265

продаваемого имущества и от количества размещенных обыкновенных акций.

Если имущество общества оценивается в 25-50% балансовой стоимости его активов на дату принятия решения о заключении сделки, решение о ней принимается советом директоров единогласно. В случаях, когда единогласие совета директоров не достигнуто, вопрос о совершении крупной сделки переносится на рассмотрение общего собрания акционеров.

Когда имущество общества оценивается более, чем в 50% его балансовой стоимости, решение о заключении сделки принимается общим собранием акционеров большинством в три четверти голосов акционеров - владельцев голосующих акций, присутствующих на собрании.

Выпуск капитала

Закон не оговаривает, какой руководящий орган общества уполномочен принимать решение о крупной сделке, связанной с выпуском капитала (если он не выходит за рамки заявленного капитала, утвержденного акционерами). Закон рассматривает только имущество, составляющее определенный процент балансовой стоимости компании. Поэтому, поскольку не имеется четкого законодательного определения, вопрос о размещении капитала должен решаться в том же порядке, что и вопрос о приобретении или продаже имущества компании. Другими словами, если размещаемый капитал составляет более 25%, но менее 50% от ранее размещенных акций компании, выпуск капитала должен быть одобрен советом директоров, если же предполагаемое размещение капитала составляет более 50%, увеличение его объема должно быть одобрено общим собранием акционеров, хотя и предполагается, что акционеры должны дать предварительное согласие на момент создания заявленного капитала.

Положения о поглощениях

В законе содержатся два основных положения, которые призваны защитить акционеров российских акционерных обществ от возможных недружественных поглощений.

Первое положение говорит о том, что лицо, имеющее намерение самостоятельно или совместно с аффилированным лицом, приобрести 30 или более процентов размещенных акций общества с числом акционеров - владельцев обыкновенных акций более тысячи с учетом количества принадлежащих ему акций, обязано не позднее, чем за 30 дней до даты приобретения акций направить обществу письменное заявление о намерении приобрести указанные акции.

В соответствии со вторым положением лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом, приобрело 30 или более процентов размещенных акций общества, в течение 30 дней с даты приобретения обязано предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции по цене не ниже средневзвешенной цены приобретения акций общества за последние 6 месяцев до момента приобретения. Акционеры общества не обязаны продавать свои акции, но

лицо, приобретающее их, должно купить все акции, представленные к продаже. Однако, устав общества или общее собрание акционеров могут предусматривать освобождение покупателя от указанной в настоящем пункте обязанности.

Второе положение закона может применяться к любому акционерному обществу, независимо от количества акционеров, хотя, с другой стороны, если прочитать оба положения последовательно, можно говорить о том, что второе должно применяться к обществам с количеством акционеров более тысячи.

Кто стал банкротом?

Елена ЯКОВЛЕВА,
«Известия»

Без языка

Игорь Кортунов занимался частным бизнесом. «Аз-буки-веди» его занятий — перед тем как провести сделку и потратить деньги, надо посчитать: а мне вообще-то денег на этот месяц хватит? Не считаешь, посчитаешь неаккуратно, и будет платить долги — жди в гости бандитов.

Бизнес у него был серьезный и выгодный, вскоре он купил большой пакет акций тихо загибающегося кабельного завода и сел в директорское кресло. И по старой бизнес-привычке («перед тем, как провести сделку, надо посчитать») полез в заводские бумаги. С большим недоумением обнаружил: в 1990-м на заводе еще что-то считали, в 1991-м — кое-как, в 1992-м бросили.

Бандиты в гости не приезжали.

По мнению Анатолия Кудинова и Петра Сазонова, Кортунов, которому они помогают вытаскивать завод из кризисной ситуации, — белая ворона.

Большинство старых директоров те самые финансовые бумаги, которые искал Кортунов, не интересуют. Прежде всего по той простой причине, что они их читать не умеют. А не уметь читать такие бумаги, значит, не знать, куда тратить деньги предприятия. Приходит один зам к директору, говорит: надо купить металл. Действительно, говорит директор, надо.

«Вослед другой: надо кустанок. Купи, отвечает убежденный замом директор. Через неделю третий: зарплату нужно заплатить. Тоже нечего возразить: плати. А бухгалтер боддо: а у нас денег нет. Директор смущен и обижен: как это нет? Да вот, отвечает ему, металл купили, станок. Оказывается, прежде чем купить металл и станок, надо было, заглянув в финансовую отчетность, «взвесить» цену такого решения и подумать, стоит ли.

А для большинства старых российских директоров в бухгалтерские бумаги заглядывать, читать их или вовсе, не приведи Бог, писать — занятие глубоко оскорбительное. У него всю жизнь для этого счетовод был. Он же, директор, до такого никогда не опускался. Он этого просто не умеет. У него есть пульт в кабинете, он умеет кнопки на нем нажимать, выдывать секретаршу, замов, по столу кулаком стучать, премии колго-то лишать, то есть «управлять по отклонениям». А еще — назначать замов, пускать цехи,

«Известия» писали о смелой гипотезе питерских социологов и консультантов по управлению (группа «Альт»), получившей достаточно подтверждение, о том, что в российской экономике не как исключение, а как явление существуют успешные предприятия. Основная причина успеха — **искусное управление.**

Регулярно объявляемые ВЧК в последнее время списки банкротов побуждают с той же внимательностью и под тем же углом зрения взглянуть на предприятия неуспешные. Московские консультанты по управлению (группа «Конверс консалтинг») Анатолий Кудинов и Петр Сазонов согласились препарировать опыт неудачного управления на российских предприятиях.

делать тракторы. В былые времена умел выбивать ресурсы в главке, помнил тысячи наименований деталей, следил, как отгружается продукция. Он всегда командовал людьми, а через них процессами. А тут вдруг оказывается: надо знать экономику процессов. И понимать, что такое прямые и косвенные переменные затраты, затраты на содержание и эксплуатацию оборудования, цеховые затраты, какова их экономическая природа, то есть знать «язык бизнеса».

— Мы знакомы с директорами, которые умеют читать финансовые документы, — рассказывает Петр Сазонов и Анатолий Кудинов. — Но их все-таки немного.

Одна из самых показательных иллюстраций — генеральный директор чебоксарского завода «Промприбор» с гордостью рассказывает: у меня прибыль 22 миллиарда в год. А ему объясняют: и 70 миллиардов дефицит платежного оборота, в котором «утонула» эта прибыль. Стало быть, эти 22 миллиарда прибыли ты «окунул» в приобретение сырья, материалов и прочие расходы, излившие для получения результата, а проще говоря — потратил деньги зря.

Кто может научить директора считать?

Многие наши предприятия как лодки без руля и без ветрил, и даже без весел, их куда-то сносит. Директора не умеют читать финансовые бумаги, учиться этому не хотят, а стало быть, не хотят управлять делом, предприятием.

Раньше над ними было «око государево»: через того же бухгалтера оно следило за каждым винтиком и каждой гаечкой своей неприкосновенно социалистической собственности.

Теперь собственник поменялся, почему он не следит за финансовым состоянием предприятия и спящим на дне лодки управляющим?

Сегодня в большинстве случаев два основных типа собствен-

ника — либо трудовой коллектив предприятия, либо некая частная фирма со стороны.

Трудовой коллектив — собственник «размазанный», трудно представить его эффективным и грамотным контролером директора.

Но и «размазанный» собственник, по идее, должен реализовать свой интерес через совет директоров. Хотя в замороженном совете директоров часто под стать директору не умеют читать финансовую отчетность.

Интереснее, когда собственник посторонний. Совет директоров «Норильского никеля» продемонстрировал, что он может контролировать финансовое состояние системы и устанавливать нормативы для управления.

Нормативы эти не так уж и сложны. Для начала достаточно одного параметра — эффективности использования капитала.

Логика разговора с директором такова: мы вкладываем в производство 20 миллионов долларов. По сравнению с процентной ставкой на рынке ценных бумаг тут риск выше, поэтому, будьте добры, обеспечьте нам норму прибыли на собственный капитал — 14 процентов, а на вложенный — 13,2. Задача ясна? Решайте. Зарывайтесь в финансовые бумаги, намечайте стратегию... А мы, совет директоров, пошли водочку пить...

Но пока таких советов директоров, как заводских управленцев, умеющих читать финансовые отчеты, все-таки не очень много.

Налоговая инспекция — вот другой контролер за эффективностью управления. Это хоть и принудительное по сравнению с прошлой эпохой, а все-таки «око государево». Но отсутствие Налогового кодекса и представления о том, какой должна быть налоговая политика в стране, куда инструкции, перекрывающие законы, анусудейная реализация исков налоговой инспекции (такого а уважающих себя государствах не встретишь) толкают предприни-

мателя на жульнические отношения с ней. В результате единственное, чего добиваются наши налоговые инспектора, так это сильного искажения достоверности в финансовой отчетности. И, стало быть, государство не может толком заглянуть через налоговую инспекцию в дела завода.

Что остается? Общество? Гражданин? Но загляни он нынче, допустим, в качестве потенциального инвестора в открытое акционерное общество и попроси на проходной балансы за последний квартал, как минимум покрутят у виска, как максимум — побыют.

Воровать легче, чем управлять

Когда директор перестает понимать проблемы завода, не представляет, как сделать его работу успешной, не знает финансового управления, ему остается одно — тихо воровать.

Модель воровства обычно незамысловата. Заводская продукция отгружается в соседний город и продается некоей фирмочке, возглавляемой сыном, затем, приятелем директора завода, по цене на 30–50 процентов ниже рыночной (иногда даже ниже себестоимости). Фирмочка, естественно, реализует ее по нормальной цене, прибыль, полученная от разницы в цене, делится пополам с директором. Сейчас в столице куда ни оглянись, наткнешься на маленькую конторку из двух человек (как правило, директора и бухгалтера), реализующую всю продукцию какого-нибудь великого сибирского «...нефтегаза» и подолгу держащую его без зарплаты. А пригрозит Чубайс такому директору банкротством и потерей управленческого кресла, тот вряд ли испугается.

У него уже давно на Кипре миллионы 150–200 долларов отложено на именном счету. Детям и внукам хватит.

Самое страшное, когда у таких занятых тихим хобби воровства директоров оказываются в руках конкурентоспособные производств с новейшим обо-

рудованием. И все они дрейфуют к разорению...

Как остановить этот дрейф? Для того чтобы управленческое поколение сменилось само собой, нужно как минимум 25 лет, считает Анатолий Кудинов и Петр Сазонов.

Но есть, конечно, серьезные «ускорители» этого процесса. Во-первых, недовольные трудовые коллективы, готовые для смены не внушающей им доверия власти как к забастовке, так и к акционерному собранию. Во-вторых, новые собственники из коммерческих структур, способные либо заменить управленцев, либо сесть в это самое директорское кресло, как Игорь Кортунов.

Хотя тут нужны оговорки: в российской бизнес-среде немало бизнесменов скорой выписки по формуле: «Две-три воровские сделки, и вот у меня уже и особняк в Лондоне». Такие в директорские кресла вряд ли полезут. Потому что надо иметь великое желание и великое мужество отгадать вопрос, сразу принимающим форму голубой боли: как мне заплатить зарплату двум тысячам человек?

И главное, непонятно, ради чего. Ради благополучия моей семьи? Так это благополучие нынче быстрее и эффективнее обеспечивается посредством выше описанного воровства. Ради великой России (как когда-то американцы ради великой Америки, немцы — ради великой Германии)? Но величия России не видно, кругом бардак. И за державу не обидно никому.

Явление страшнее воровства — размывается, разлагается мораль бизнеса, мораль дела. Вот награбить сегодня престижно, а вытаскать завод из долговой ямы, увы...

И государство во главе этого разложения. Потому что не желает и не умеет защищать законные права собственников и, наоборот, имеет желание их неумеренно грабить. Проблему серого российского «нала» породило само государство, обкладывая каждую банку проданной, к примеру, геологу тушенки 28-процентным отчислением в пенсионные фонды, потом активно разворовывающиеся. Налог на превышение уровня зарплаты, толкавший к той же обналкичке, тоже ввел государство...

Между тем основа морали в бизнесе — справедливое решение. И прежде всего — государство.

Может быть, каста чиновников должна смениться, как каста несостоятельных директоров на заводах? Но если последних вытесняют забастовки и новые частные собственники, то что и кто сменил наших чиновников?

В России всё имеет цену

Большинство компаний из числа тех 15000 средних и мелких компаний, которые были выставлены на аукцион на первой стадии программы массовой приватизации в России, закончившейся в июне 1994 года, только в этом месяце провели свои первые ежегодные собрания акционеров. В большинстве приватизированных компаний государство и работники контролируют большие пакеты акций. Поэтому, способ проведения собраний акционеров может дать ответ на важный вопрос об акционерном капитализме в России, а именно: есть ли шанс, что права акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, будут так или иначе соблюдаться.

На собрании “Иркутскэнерго”, одного из крупнейших российских производителей гидроэлектроэнергии, было отмечено, что единственное, о чем стоит беспокоиться внешним акционерам, так это о том, чтобы “не проспать”. Собрания акционеров позволяют русским потворствовать своим двум страстям: бюрократии и голосованию. Несмотря на то, что на повестке дня, состоящей из семи пунктов не было ни одного спорного вопроса, собрание продолжалось более 8 часов с постоянными перерывами для того, чтобы акционеры могли покурить или задумать заговор за пределами аудитории.

Директоры приняли хитрое решение о проведении собрания на базе предприятия в Усть-Илимске, городе, который находится в 800 км (500 миль) от Иркутска. Это решение было принято неслучайно, а для того, чтобы вынудить работников, владеющих более 30% акций, избрать своих представителей. Если бы все они приехали бы сами, собрание продолжалось бы неделю.

Основным вопросом было избрание нового совета. В соответствии с российским законодательством приватизированные предприятия должны иметь 9 директоров, из которых только трое должны работать на предприятии. Трое главных исполнительных директоров были избраны в Совет практически единогласно. Никто не голосовал против этих кандидатур. Вопрос же состоял в том, кто станет неисполнительными директорами. Государство, которому все ещё принадлежит 40% предприятия “Иркутскэнерго”, имеет право назначить двух неисполнительных директоров. Генеральный директор (т.е. начальник компании) затем может назначить своих протеже на оставшиеся четыре места.

Интересно, но меньше всего такая организация понравилась представителям профсоюза. “ Нам нужен, по крайней мере, один внешний представитель для того, чтобы он мог наблюдать за тем, что делают другие директора.”, - заявил представитель профсоюза. Такое заявление очень подходило компании “Брансвик”, биржевому брокеру, находящемуся в

Москве, иностранные клиенты которой владеют 12 % “Иркутскэнерго”. Неисполнительным директором в итоге был назначен г-н Джеймс Роджерс, занимающий вторую по значимости должность в компании “Синэнерджи”, тринадцатым крупнейшим предприятием общественного пользования Америки.

Г-н Роджерс выиграл при голосовании, набрав 20% голосов. Однако, и другие кандидатуры, протеже руководства, сумели занять определенные места в голосовании. Владимир Рыбалко: пенсионер, выдвигаемый руководством для того, чтобы “отражать интересы других пенсионеров (но это было неудачное обоснование; на самом деле, Рыбалко до выхода на пенсию был директором предприятия), набрал определенное количество голосов, но так и не смог выиграть и не был избран.

Однако, российские работники-акционеры проголосовали за иностранного директора не ради новизны. Сложно поверить, но на них произвела впечатление деловая прозорливость этого человека. Сравнительные статистические данные свидетельствуют о том, что иностранный опыт может помочь в определенных ситуациях. Мощность “Синэнерджи” 11000 мвт, “Иркутскэнерго” может производить 13000 мвт. Рыночная капитализация активов американской фирмы составляет 3 миллиарда долларов, в то время как российская фирма оценивается в 150 миллионов. Г-ну Роджерсу придется частенько летать самолетами “Аэрофлота” для того, чтобы каким-либо способом закрыть имеющуюся брешь.

Сохранение внутреннего контроля. Могут ли внешние инвесторы заключить хорошую сделку на появляющихся рынках

Албанская фондовая биржа в четверг начала свои торги. “Ну, конечно, - скажете вы, - еще одна занудная восточноевропейская биржа. Обычная церемония открытия, на которой Президент страны говорит о том, что это важный исторический момент. Торговое помещение размещается в подвале центрального банка; первоначальные списки государственных долгов и приватизационных сертификатов. Обычная история...”

Но перед тем, как начать зевать, задумайтесь на минутку. Албания - это страна, в которой были запрещены частные легковые автомобили до 1990 года, и которая объявляла себя единственным проповедником истинного социализма. Это страна, в которой было построено более 500.000 цементных укрытий (одно на шесть человек) на случай неожиданного внешнего вторжения. Заводы производили запасные части к давно устаревшему китайскому оборудованию, которое уже не использовалось с 1978 года, т.е. с момента, когда отношения между Китаем и Албанией прервались. И если Албания может стать страной с развивающейся рыночной экономикой, то и мой сарай тоже сможет это сделать.

Албания - это экстремальный случай, но она имеет одну характеристику, общую для многих стран с развивающейся экономикой (и стран с развитым рынком), а именно, невероятность происходящего. Кто мог подумать три с половиной десятилетия назад, что Сингапур станет одним из центров роста Юго-Восточной Азии.

Несмотря ни на что, употребляя фразу, знакомую многим читателям этой рубрики, можно сказать, что вам придется попытаться заглянуть на много лет вперед, чтобы увидеть Албанию страной с высокоразвитой рыночной экономикой. Но такое заявление является не совсем правильным. Именно быстрое развитие рынка, которое бы должно происходить в течение десятилетий, и делает развивающиеся рынки привлекательными. Оно дает возможность западному инвестору вступить в среду значительного большего потенциала к росту, чем в условиях развитой и зрелой экономики в его стране.

Насколько же просто будет западному инвестору вступить в условия роста развивающихся рынков? Даже если местные законы и правила позволят аутсайдерам делать инвестиции, будет ли предложение ценных бумаг достаточным, чтобы инвесторы смогли полностью участвовать в экономическом росте данной страны, и будет ли отношение к внешним инвесторам такое же, как и к внутренним? В Европе, на первом этапе быстрого развития, в конце XIX - начале XX века для внешних инвесторов

было немного мест. Быстро развивался бизнес, основанный на семейном родстве, на базе накопленных средств (нераспределенной прибыли), внешнее финансирование шло от банковских займов, и, в некоторой степени, - выпуска облигаций. Только огромные бумы - железные дороги, например, по-настоящему потрясли рынок. И, естественно, у инвесторов, вступивших на рынок в эти моменты бума, часто был печальный опыт.

Здесь существуют некоторые параллели с теми трудностями, которые испытывают западные инвесторы, вкладывая средства в акции самого сильного развивающегося рынка стран Юго-Восточной Азии. Также, как и в XIX веке в Европе, наиболее привлекательные инвестиционные возможности находятся в руках семейного бизнеса. Такие фирмы скорее всего будут предлагать акции внешним инвесторам только тогда, когда сделка настолько хороша, что от неё нельзя отказаться - в период рыночного бума, когда "карты будут подтасованы" не в пользу новых инвесторов.

Исследование, проведенное приблизительно год назад кембриджским экономистом Ажитом Сингхом, показало, что у тех крупных компаний развивающегося рынка, которые поддались соблазну и включили себя в список биржевых котировок, уровень внешнего финансирования был очень высок, даже по западным стандартам. Обычная британская компания имеет от четверти до половины прироста к долгосрочному капиталу от внешнего долга или акционерного капитала. Для 100 компаний развивающегося рынка, которые обследовал Ажит Сингх, этот показатель составлял от половины до трех четвертей, при львиной доле акционерного капитала.

Современные развивающиеся рынки больше похожи на рынок США в конце 19 века, который во время бума намного сильнее, чем в Европе, опирался на рыночный акционерный капитал. И это вдохновляет: поскольку, если купив "корзину" акций развивающегося рынка, Вы получите доступ к акциям "АТ&Т", "Кока-Кола" и "Дженерал Электрикс" XXI века, то можно позволить себе заодно вложить деньги и в производство каких-либо неизвестных приспособлений.

Настоящая волна продажи американских акций внешним инвесторам началась в период различных крупных промышленных преобразований. Они были примечательны не только потому, что в результате были созданы монополии, но и потому, что они предполагали воздействие на рынок акций.

Опять возникает вопрос, могут ли западные инвесторы, стремящиеся извлечь прибыли из развивающихся рынков, ожидать, что отношение к ним будет такое же, как и к скромным инвесторам с УолСтрит.

С одной стороны, ситуация не такая уж плохая: существуют определенные принятые положения о защите инвестора, которые полностью признаются одними странами, или по, крайней мере, на словах признаются другими. Но, с другой стороны, в настоящий момент многие развивающиеся рынки склоняются традиционно в сторону внутренних

272

инвесторов, возможно из-за сильного “семейного” контроля, под которым находятся многие участвующие в котировке компании.

Этот семейный контроль, политические связи и глубокое понимание норм ведения бизнеса в определенной стране - вот то, что в первую очередь привлекает внешних инвесторов. Они не могут жаловаться на какие-либо проблемы, поскольку они получают определенную выгоду из заключаемых сделок. Да и важно ли это? В условиях развивающейся экономики при росте в три раза быстрее, чем в собственной стране, даже если внешний инвестор проиграет внутреннему половину своих очков, у него все равно останется та же сумма, которую бы он имел, заключая сделки в своей стране. Стратегия “покупай и держи” на развивающихся рынках может толкнуть вас на подводные камни, но также дать вам возможность роста. И в конце концов, рост победит, но только в том случае, если вы не будете пытаться подогнать развивающиеся рынки под стандарт развитых. Если вы неправильно рассчитаете, вам придется покупать акции, когда внутренние инвесторы продают и распродавать их тогда, когда внутренние инвесторы будут пытаться оправиться от допущенных ошибок.

Поэтому вопрос в том, каков ваш срок. Достаточен ли он для того, чтобы охватить Албанию. Если это так, то вы сможете справиться с чем угодно. Между прочем, у меня есть очень хороший сарай, который мог бы вас заинтересовать...

Восстание акционеров

Акционеры европейских корпораций от Барселоны до Бона начали тщательно присматриваться к заключаемым руководством сделкам - баланс сил в корпорациях может вскоре измениться.

Ожидалась еще одна крупная сделка. Не было никаких вопросов на этот счет. 1 сентября компании "Фиат", "Пирелли" и мощный банк "Медиобанка" объявили о том, что инвестиционная компания "Джемина", находящаяся под их контролем, приобретет активы недавно разорившейся империи "Ферруцци". В один день "Джемина" должна была превратиться во второй по значимости итальянский конгломерат, которым будет распоряжаться Агнелис и другие магнаты.

Но вдруг возникли вопросы. Акционеры, не имеющие контрольного пакета акций, менеджеры фонда и финансовые аналитики бурно обсуждают эту сделку, заявляя о том, что раскрытие информации не соответствует требованиям, и что имеют место закулисные игры. "В настоящий момент нам приходится довольствоваться ролью зрителей", - негодовал Стефано Пицамиглио, менеджер фонда инвестиционной компании "Финанца и Футуро Холдинг", владеющий 3.4% "Джемины".

Воротилам бизнеса в Европе придется привыкать к постепенному накаливанию страстей. Их деньки "тихих" сделок подходят к концу по мере того, как инвесторы начинают подавать голоса. Представители акционеров заставляют компании увеличивать прибыли и дивиденды, расправляться с плохим руководством и изживать практику выплат руководству вне зависимости от уровня деятельности компании. Акционеры учреждают комитеты по защите прав акционеров, которые призваны отстаивать эти права в суде, и предлагать основные изменения в законодательство о ценных бумагах. Даже европейские холдинговые компании, известные своей привязанностью к укоренившемуся руководству, начинают требовать от компаний большей прибыли.

Корпоративную Европу нужно разбудить. Акционеры, не имеющие контрольного пакета акций, практически не обладают правами. Капиталы находятся в ловушке в неэффективно работающих компаниях. Поглощение компании путем скупки ее акций на рынке (без согласия руководства) практически невозможно. Отчеты компаний очень часто не содержат требуемой информации, а порой содержат ошибочные данные. Права при голосовании благоприятны для стоящих у власти исполнителей, которые могут спокойно спать, зная, что большие пакеты акций их компаний находятся в руках друзей.

Однако, список жертв активности акционеров постоянно растет. Это и председатель "Компани дэ Суэз", Джеральд Уормз, уволенный в июле, и Марк Фурнье, основатель компании "Навигейшн Микст", который был председателем этой компании в течение 26 лет - снят с должности и уволен

274

в июне. В Европе сейчас пытаются определить, кто же будет следующим. Одержимые акционеры начали точить ножи на самых крупных магнатов современности, включая главного исполнительного директора “Дойче Банк”, Хилмара Коппера, председателя банка “Медиобанка” Энрико Куча, председателя банка “Националь дэ Пари” Мишеля Пибера, председателя “Бритиш Телекоммуникейшнз” Яна Валанса.

Это движение молодое. И, на самом деле, на настоящий момент у него больше поражений, чем побед. Но, если имеющиеся тенденции будут развиваться, восстание акционеров изменит баланс сил в корпоративной Европе. Одной из причин этого движения является потребность выполнить все желания нового класса инвесторов. Государственные предприятия и правительственные учреждения уже не могут удовлетворить потребности европейских компаний в капитале. Предприниматели начинают держать свои капиталы в таких компаниях, как, например, “Калифорнийский пенсионный фонд работников государственных предприятий”, который недавно проголосовал за увеличение суммы вкладываемой в европейские акции с 11 до 18 миллиардов долларов.

Из всех акций, выпущенных на сумму 500 миллиардов долларов приватизированными европейскими компаниями, 20% пошло в американские компании, которые требуют более полного раскрытия информации и больших прибылей, т. е. того, что многие европейские компании никогда не делали.

Приватизация также создала небольшую армию инвесторов внутри страны, многие из которых пытаются научиться работать совместно или использовать помощь активистов-акционеров. Результатом не станет полное и безоговорочное принятие американской системы, но многие компании допустят внешних инвесторов в советы директоров. Они смогут обсуждать решения правления по самым разным вопросам. Их участие в советах директоров приведет к тому, что им придется более полно раскрывать информацию о результатах деятельности, стратегических целях, даже о своих ошибках.

Битва акционеров и правления недавно достигла наибольшего накала во Франции. В период последнего десятилетия Франция превратилась из страны директивной государственной экономики и полукапиталистическую страну.

Крупные компании продолжают иметь доли в других крупных компаниях, и небольшая группа управляет компаниями сверху, заверяя, что она не вмешивается в дела других компаний. Поскольку во Франции нет большого количества пенсионных фондов или взаимных фондов, где можно купить акции приватизированных компаний, Правительство решило продать основные пакеты акций бывших государственных компаний промышленным холдинговым компаниям для того, чтобы оставить капиталы в руках французов. Никакого предвидения. Теперь эта удобная система разваливается. В июне банковский гигант “Компани Финансиер дэ Париба”, страховая компания Альянс и другие акционеры добились отставки правления “Навигэйшн Микст”, громоздкой холдинговой с капиталом в 3.1 миллиарда долларов и интересами от самолетов до

парфюмерии и апельсиновых рощ, поскольку они решили, что основатель и председатель компании, Фурнье не обладает стратегическим мышлением. “Мы не могли даже добиться от него ответа на вопрос о том, в каком направлении движется компания”, - жаловался Андре Леви Ланг, председатель “Париба”. “И мы не можем быть удовлетворены статусом кво”.

Еще более значительные действия были предприняты в отношении компании “Суэц”, одной из гигантских холдинговых компаний Франции. Председателя Уормза заставили покинуть занимаемое место за то, что ему не удалось удовлетворить желание акционеров и выплатить им адекватный доход по вкладам. Такой аргумент редко услышишь в стране, где директора не являются доверительными лицами акционеров и не обязаны защищать их права.

Возможно были и другие мотивы. Наблюдатели считают, что председатель национального “банка дэ Пари”, г-н Пиберо, который возглавил акцию, скорее всего держал на примете Банк “Индосуэц”, инвестиционный банк, связанный с целой сетью банков в Азии.

Но по иронии судьбы именно Пиберо может оказаться следующим. Некоторые считают, что одной и, может быть, главной причиной того, что он хотел “наложить лапу” на “Суэц”, был тот факт, что слияние могло бы отвлечь общее внимание от проблем, существующих в национальном “банке дэ Пари”, среди которых низкая прибыль, вклады в недвижимость, падающие цены на акции после приватизации банка. Иностранцы менеджеры фонда уже начали жаловаться. В конце концов важно то, что само ядро “стабильных акционеров”, которое защищало французских менеджеров, начало давать трещины. Теперь управляющие французских компаний должны иметь в виду, что им следует обращать внимание на эффективность деятельности своей компании, или же им придется повторять судьбу Фурнье или Уормза. Леви Ланг, председатель компании “Париба”, выразил свою озабоченность, заявив: “Ни я, ни мои акционеры не могут быть удовлетворены, так как цена на акции слишком низкая, и следовательно наши доходы. Из этого мы делаем вывод, что нам нужно быть более внимательными.”

Также, как и во Франции, в Германии идут споры, но не по поводу того, нужны ли изменения вообще, а о том, какие и насколько быстро они должны происходить. Акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, можно спокойно рассматривать как граждан второго сорта. Например, когда “Мэрц Груп”, второй по величине пивоваренный завод продал свой завод в Гамбурге в конце прошлого года, он получил \$528 за акцию, а акционеры, не имеющие контрольного пакета акций, получили только \$396 за акцию на основании бухгалтерского отчета, в котором указывалось, что цена на эти акции была на 25% меньше.

Советы директоров немецких корпораций также подвергаются нападкам. На одном уровне это наблюдательные советы, состоящие из представителей деловых кругов, банков и профсоюзов. Они назначают главного исполнительного директора, рассматривают его кандидатуры на

другие исполнительные должности и должны анализировать его стратегию. Но они собираются только раз в квартал, и им приходится пользоваться информацией, предоставляемой им вторым уровнем - правлением или исполнительным советом. Критики считают, что такая система слишком слабая и неэффективная. Они обвиняют эту систему в таких известных скандалах, как например, история с потерями АО "Металлгезельшафт" на нефтепродуктах - банку пришлось выплатить 2, 5 миллиарда долларов, чтобы вытащить компанию из кризиса. Многие обвиняют самое мощное учреждение Германии - "Дойче Банк" - в том, что он не смог обнаружить проблему. Дойче Банк был самым крупным кредитором "Металлгезельшафт", а глава корпоративного финансирования банка, Рональдо Шмитц, являлся председателем наблюдательного совета "Металлгезельшафт". Совсем недавно "Дойче банк" опять попал в затруднительное положение из-за серии фиаско с "Даймлер-Бенц". В конце июня "Даймлер" объявил о грядущих убытках в 1995 году, спустя всего лишь 4 месяца после того, как было предсказано радужное будущее на общем собрании акционеров. Можно найти разные объяснения возникших проблем в "Даймлер", но многие считают эти проблемы связаны со всей системой корпоративного управления. "Всё это один большой клуб старых знакомых", - сказал профессор школы бизнеса при Чикагском Университете, г-н Мертон Г. Миллер, изучавший немецкую модель управления АО. "Вы пытаетесь прикрыть друг друга, и никто не может сказать: "Вы в этом виноваты!", и вам никогда не приходится признавать свои ошибки и отвечать за них."

Несомненно, "Дойче Банк" крепко держит немецкие корпорации. Члены его Совета входят в состав советов более 100 немецких компаний, в которых он имеет капитал. Сюда входит и 24% в крупнейшей немецкой компании "Даймлер". Главный исполнительный директор "Дойче Банк" является председателем наблюдательного совета "Даймлер", а также является членом советов семи других крупных компаний. Критики говорят о том, что он физически не может эффективно работать на всех своих должностях. Более того, из 20 исполнительных членов наблюдательного совета "Даймлера" только двое имеют опыт управления огромной производственной компанией.

Но даже, несмотря на то, что "Дойче Банк" не смог предотвратить неверные шаги "Даймлер", его отношение у вопросам управления АО претерпевает огромные изменения. Банк снизил свое участие в "Даймлер" с 28% до 24,4%, заявив, что он собирается уменьшить свои вклады в других компаниях. Взаимный фонд Банка, в который вложено 77 миллиардов долларов, теперь посылает своих представителей для выступления на ежегодных общих собраниях акционеров таких крупных компаний, как "Басф", "Хёхст" и десятка других, с требованиями повышения прибыли с вложенного капитала.

В Великобритании, которая подняла акционеров всей Европы на борьбу за свои права, активисты ставят перед собой новые мишени. Среди основных объектов - выплаты и вознаграждения, которыми радуют себя управляющие. Первым в списке мишеней стоит огромная премия, выплаченная председателю компании "Бритиш Телекоммьюникейшнз", Валансу.

В Италии же, в противовес северу, изменения происходят значительно медленнее. Общая капитализация рынка составила 18% от валового национального продукта по сравнению со 130% в Великобритании. Несмотря на растущую озабоченность внешних акционеров и управляющих фондов, должно пройти немало времени до тех пор, пока итальянская промышленность сможет освободиться от железной хватки государства и маленькой группы промышленной верхушки. Существующая система не дает рынку развиваться и лишает прав акционеров, не имеющих контрольных пакетов акций.

Основное препятствие - "скрытный" торговый банк "Медиобанка" и его 87-летний председатель Куча. "Медиобанка" является центром северо-итальянских промышленных династий и движущей силой частного сектора. Он имеет долю во многих итальянских компаниях с ценными бумагами высшей надежности, а эти компании в свою очередь имеют долю в "Медиобанке". При избрании членов в советы или голосовании по решениям правления акционеры, имеющие общие интересы, действуют согласованно. Так было и при поглощении компании "Ферруци" компанией "Джемина", которое повлияло на 30% всех акций, продаваемых на Миланской фондовой бирже.

Будущий блок. Критики заявляют о том, что захватывая акции вновь приватизированных предприятий и назначая своих менеджеров, "Медиобанка" не дает Италии пожинать плоды приватизации. В июле антитрастовые власти Италии решили выяснить, мешает ли "Медиобанка" конкуренции. "Медиобанка" воздержалась от комментариев.

На сегодняшний день ясно, что Европа лишь только вступила на путь изменений, призванных привести систему корпоративного управления в соответствие с ожиданиями глобальных инвесторов.

Это может означать, что предстоит делать трудные шаги, например, изменение всей системы бухгалтерского учета, увольнение работников и вынос производство за пределы страны.

Это также будет означать, что придется открыть свои самые сокровенные секреты. Так, например, решил сделать Джером Монод, председатель французской компании "Франсез Лионез де Зье". При том, что 28% акционеров находятся за рубежом, Монод объявил 4 сентября о том, что он опубликует в ежегодном отчете компании весной свою заработную плату и акционерные опционы. То, что это было сделано одним из ведущих управляющих, свидетельствует о том, что восстание акционеров - это не просто мимолетное явление. Оно уже проникло в самую глубину европейских корпораций.

278

Почему восстали европейские акционеры

Обвинения

“Кровосмешение” в корпорациях

Банки имеют свои вклады в компаниях, а компании в банках; представители банков входят в состав советов компаний и наоборот. При таких условиях у управляющих нет никакого стимула стараться поднять ценность акционера

На кого направлены

“Дойче Банк” - “Даймлер Бенц”
“Суэц - Банк “Националь дэ Пари” - “UAP”

Несоблюдение прав акционеров, не имеющих контрольных пакетов акций

При слияниях компаний акционеры, не имеющие контрольного пакета, не получают предложений купить акции вообще или их акции получают более низкие цены по сравнению с акционерами с контрольным пакетом акций

“Мэрц Груп”, “ЛаФарж - Копи”,
“Лагард Груп”, “Сосайти Дженерале”

Создание “личных королевств”

Управляющие АО назначают членов семей на должности в качестве своих последователей, переименовывают компании в соответствии со своими именами и совершают сделки в пользу своих друзей и знакомых

“Данон”, “Пино-Принтемпс-Реду”,
“Лагард”, “Лора Эшли”,
“Медиобанка”

Отсутствие четкой и правдивой информации (“прозрачности”)

Отчеты компаний скрывают значительные проблемы от данных о нехватки средств в пенсионных фондах до ошибок в финансировании

“Джемина”, “Даймлер Бенц”, “Банко Испаньол дэ Кредито”

Неравные права при голосовании

Забывается одна акция, один голос - и получается, что внутренние акционеры часто получают более выгодные права при голосовании, чем независимые акционеры

“Данон”, “Эльф”, “RWE”,
“Инвестор”

*Пола Двайер, Лондон; Кристина Бенет, Рим; Марша Джонстон, Париж; Джулия Флин, Лондон; Карен Лоури Миллер, Бонн.

279

Человек из Владивостока

Российские фирмы скорее предпочтут платить налог на водку, нежели иметь иностранца в Правлении. Почему же Эндрю Фокс стал исключением?

Существует много примеров оптимизма в бизнесе. Но совсем немногие из них подходят к ситуации, когда “качаясь в грузовом судне” во Владивостоке, городе, который обходят стороной даже криминальные москвичи, кто-то заявляет о скором расцвете и буме, особенно, если этот кто-то занимался продажей облигаций в сравнительно спокойном городе Лондоне и практически не имел связей в России. Но именно это сделал Эндрю Фокс в 1991 году, в возрасте 28 лет.

С тех пор этот непритязательный английский джентльмен может претендовать на определенную степень успеха. Он начал свою деятельность в качестве биржевого брокера “Тайгэ Секьюритиз”, вложив вместе с партнерами \$50,000 в различные российские фирмы во время первой волны приватизации в 1993 году. В то время акции были невероятно дешевые - на 400 долларов Э. Фокс купил 22% инженерной фирмы, которая в настоящее время, по его словам, приносит прибыль более \$20,000 в месяц. Он также купил акции одной цементной компании, заплатив за каждую 1.5 цента. Через год цена акции выросла до 6 долларов. В середине 1994 года его первый Владивостокский Фонд принес 12.4 миллиона долларов, и это явилось вершиной первого бума на российском фондовом рынке. Инвесторы фонда еще не получили огромные суммы, о которых думал г-н Фокс, частично из-за нестабильности российского фондового рынка и частично из-за того, что Дальний Восток еще не начал процветать так, как это предполагал Э. Фокс, но, с другой стороны, инвесторы и не разорились.

А пока, несмотря на то, что Э. Фокс работает в городе, где легко можно нажать неприятности, если пытаться вмешиваться в дела компаний, он стал мастером по “ремонту” местной экономики. Он является членом Советов в 20 компаниях, в числе которых крупнейшая судостроительная компания Владивостока, а также Торговый порт Владивостока, занимающий 4 км городского водного пространства. Г-на Фокса приглашали в советы директоров Фондовой Биржи Владивостока и в прошлом закрытого инженерного предприятия “Дальприбор”, специализировавшегося на выпуске приборов отслеживания подводных лодок. В настоящий момент “Дальприбор” с помощью г-на Фокса налаживает производство фенов для волос.

Многие другие иностранные предприниматели могут только мечтать о таком влиянии и авторитете. Многие российские компании до сих пор возглавляют руководители, которые неохотно отдают места в совете директоров акционерам извне и особенно иностранцам.

280

Управленцы, также как и работники боятся, что появление внешнего акционера может означать для них увольнение и изменение структуры. А поскольку менеджеры и работники обычно контролируют 60% средней российской компании, понятно, почему они пытаются создавать различные трудности.

В теории права акционеров защищены законом о “кумулятивном голосовании”, принятым в 1993 году. Этот закон обеспечивает наличие формы пропорционального представительства, т. е. если в совете директоров 10 мест, акционер, владеющий 10% компании, может быть уверен, что он получит, по крайней мере, одно из них. К концу прошлого года уже две пятых всех крупнейших российских компаний избирали директоров кумулятивным голосованием по сравнению с всего лишь 7.5% компаний в мае 1994 года. Этого количества было достаточно для того, чтобы пропорция “внешних” директоров повышалась, несмотря на то, что цифры показывали, что менеджеры и работники, ужесточали свой контроль за капиталом компаний, в которых они работали.

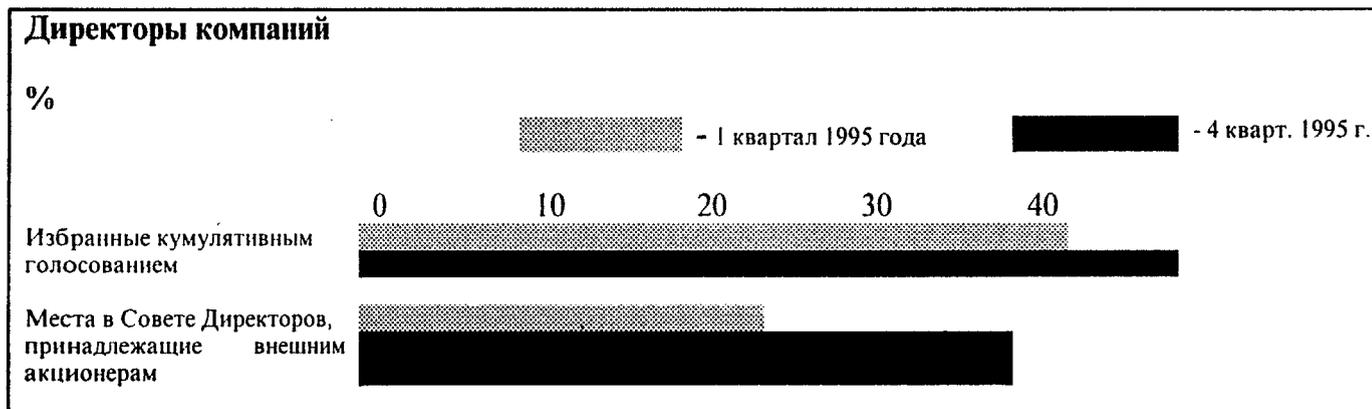
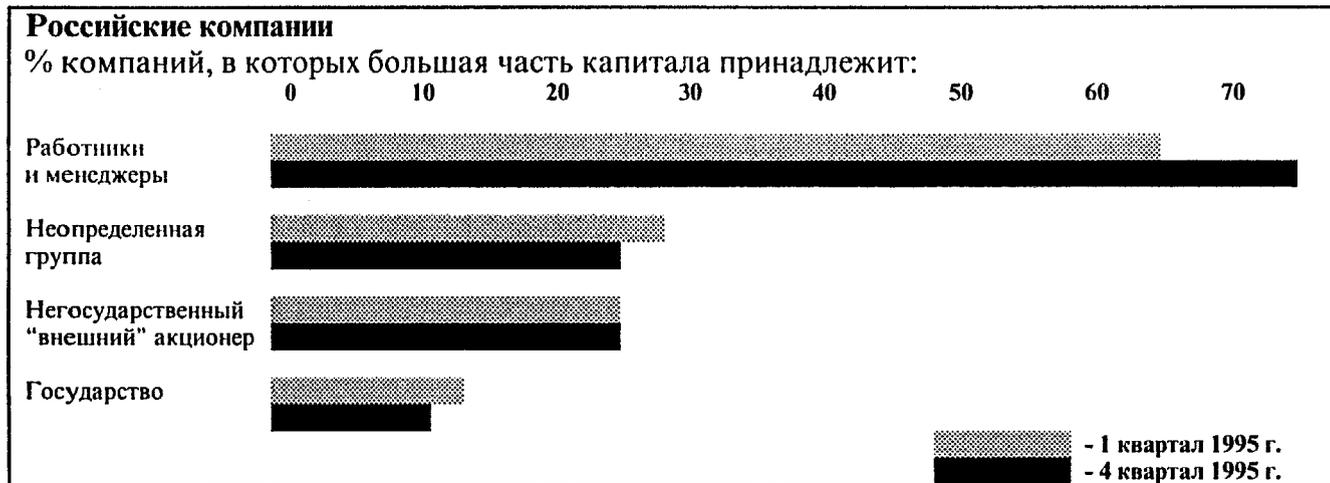
Неформальные барьеры на пути иностранных инвесторов могут быть и ещё выше. Например, директору Московского инвестиционного банка “Ринесанс Капитал” с американской стороны, г-ну Борису Джордану было временно отказано в российской визе после того, как он возглавлял группу западных инвесторов, безуспешно пытающихся получить места в Совете директоров одной металлообрабатывающей фирмы в Новолипецке, где внешние акционеры уже владеют 44% акций. Несмотря на то, что российские акции очень дешевые с точки зрения любых международных стандартов, а российские компании очень заинтересованы в финансировании, такие примеры объясняют, почему иностранные инвесторы осторожно вкладывают капитал в российские компании.

Уникальность господина Фокса не только отражает близорукость российской промышленности, она также может кое-что сказать о других иностранных инвесторах в России. В Москве, например, они известны, в основном, наличием огромных телохранителей и шикарных квартир. На фоне богатых дельцов г-н Фокс выглядит просто и даже немного неряшливо, но это и выделяет его, поэтому представители российских компаний хотят доверять ему и иметь с ним дело. Он воодушевляет подавленных руководителей оторваться хотя бы на мгновение от их повседневных забот и подумать, какую стратегию им нужно разработать для своих компаний, чтобы привлечь новые капиталы. “Я говорю им: сегодня мы - директора, мы представляем владельцев компании, мы - не просто управленцы. Давайте подумаем, что могло бы произойти, если бы у нас были деньги. Рассмешите меня.”

На самом деле, настоящий секрет Э. Фокса - это его непоколебимый оптимизм - особенно в вопросах развития российского Дальнего Востока, региона, который даже несмотря на его богатые минеральные ресурсы, остается одним из самых бедных и плохо управляемых регионов страны. Летом ситуация в регионе ухудшилась из-за забастовок и нехватки энергии, а это обещает очень тяжелую зиму. Да и по всей России мало что может поднять настроение в настоящее время: объем валового внутреннего продукта

уменьшился в период с начала года до сентября на 5%, сомнения по поводу способности Бориса Ельцина управлять страной означали, что фондовый рынок будет неустойчив. Неудивительно, что выбивающиеся из сил фирмы Владивостока хотят видеть в Совете директоров по крайней мере одного человека, независимо от того, иностранец он или нет, который бы верил, что скоро наступит улучшение.

Что это - начало революции?



Источник: "Корпоративная собственность и управление акционерными обществами в Российской Федерации", Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, май 1996 года.

283

Балансирование между соблюдением прав акционеров и эффективным корпоративным управлением

За последние три года на российских законодателей оказывается растущее давление с целью защитить акционеров от "контролирующих их лиц". Этот вопрос возникает в основном, в процессе поглощений и слияний, независимо от того, является ли контроль результатом владения определенным пакетом акций или же какого-либо другого положения, например, руководящей должности в правлении российских акционерных обществ или контрактов, заключенных руководством.

В ответ на это Президент и Парламент приняли несколько положений, направленных на обеспечение защиты прав акционеров. Основная часть этих положений отражена в Гражданском Кодексе, Федеральном законе "Об акционерных обществах" 1995 и двух президентских указах. Данная статья представляет собой часть серии статей, посвященных глубокому анализу прав акционеров и их влияния на рынок.

Многие инвесторы теперь ставят вопрос, не зашли ли эти законодательные акты слишком далеко и не мешают ли они руководителям российских акционерных обществ принимать решения, необходимые для расширения производства и удовлетворения потребностей акционеров. По мере того, как большее количество акционеров узнает о наличии законодательных актов, направленных на защиту их прав, действие этих актов станет более ощутимо.

Помимо различных преимущественных прав, например, права на приобретение акций нового выпуска, (некоторые такие права оговорены в Уставе АО, другие права, независимо от того оговорены Уставом или нет, являются законными изначально, и их нельзя игнорировать или отказываться от них) акционеры обладают также и другими правами, касающимися приобретения акций. Эти права определяются Законом "Об акционерных обществах". В наших статьях мы будем рассматривать эти права, а также права, устанавливаемые другими российскими законодательными актами, некоторые из которых противоречат друг другу.

Крупные сделки

Статья 75, а также статьи 78-80 Закона "Об акционерных обществах" предоставляют акционерам права голосования по крупным сделкам (включая приобретение имущества, поглощения и слияния) - т.е. сделкам, предметом которых является имущество, превышающее 50% балансовой стоимости активов акционерного общества. В то же время акционеры, голосующие против крупных сделок или не участвующие в голосовании по крупной сделке или по вопросу реорганизации общества или изменений в

Уставе, ограничивающих их права, имеют право требовать от общества покупки всех или части их акций по рыночной цене.

Правило приобретения 30 или более процентов

Закон "Об акционерных обществах" предусматривает также защиту акционеров от так называемых "корпоративных скупщиков акций". Лица, намеревающиеся приобрести 30 или более процентов обыкновенных акций общества с числом акционеров - владельцев обыкновенных акций более одной тысячи, обязаны не позднее чем за 30 дней до даты приобретения акций направить обществу письменное заявление об этом. Потенциальный покупатель 30% обыкновенных акций должен предложить купить акции других акционеров по цене, не ниже средневзвешенной цены акций, приобретаемых "скупщиком" в течение предыдущих шести месяцев (т.е. до приобретения 30%). Акционер может быть лишен данного права в случае, если это оговорено в Уставе общества или же незаинтересованные акционеры проголосуют за это.

Правило 30% может создать трудности при приватизации. Например, инвестору, покупающему стратегический пакет акций компании, которая находится в стадии приватизации, придется делать дополнительный взнос в форме инвестиционной программы. Если бы правило 30% применялось к последующим покупкам акций этим инвестором, непонятно, должен ли он предлагать цену на основании закупочной цены с учетом инфляции (т.е. номинальной цены, по которой пакет акций был приобретен у Госкомимущества и суммы, которая должна быть выплачена "целевой" компании в соответствии с инвестиционным соглашением).

При отсутствии уверенности в том, что правило 30% будет применено инвесторам нужно будет спланировать покупку акций по истечении шестимесячного периода. Это рекомендуется инвесторам, которые собираются принять участие в коммерческом конкурсе или инвестиционном тендере как части процесса приватизации. До подачи заявления на участие им необходимо обсудить эти вопросы, а также вопросы, рассмотренные ниже, с Государственным фондом собственности и Госкомимуществом и обратиться к этим структурам с просьбой дополнить Устав "целевой" компании разъяснением этих вопросов.

Еще более сложным является вопрос о применении правила 30% в ситуации, когда инвестор участвует в тендере на приобретение у государства стратегического пакета акций компании, находящейся в стадии приватизации, если этот пакет равен 30% или более обыкновенных акций компании, или же будет составлять 30% вместе с акциями, приобретенными инвестором на аукционе, другими словами, требуется ли на таких тендерах предлагать покупку акций других акционеров.

Независимо от того, составляет ли пакет акций 30% или более %, вопрос может ставиться таким образом, что законодательство по приватизации должно иметь преимущественную силу. Но этот вопрос становится более затруднительным, когда пакет инвестора равен или

превышает 30% за счет акций, купленных на различных аукционах. Возникает также много аналогичных вопросов о применении правила 30% и вне процесса приватизации.

В следующей статье этой серии будет рассматриваться ответственность лица, владеющего контрольным пакетом акций, в контексте закона "Об акционерных общества", других законодательных актов, направленных на защиту прав акционеров (и, в особенности, Гражданского Кодекса РФ.)

Ульям Батлер, Мэриан Гаши-Батлер. Профессор Батлер является деканом юридического факультета Московской Высшей школы общественных и экономических наук; Мэриан Гаши-Батлер - опытный юрист в вопросах сделок между компаниями СНГ и международными компаниями. Оба автора занимаются вопросами, затронутыми в статье, с 1987 года.

Список законодательных актов		
Постановление Правительства Российской Федерации	31 октября 1996 № 1299	содержит различные положения, регулирующие проведение конкурсов/аукционов и лицензирования. Эти положения предусматривают создание комиссии для контроля за проведением конкурсов и аукционов экспортно-импортных квот, а также за новыми процедурами выдачи лицензий и квот внешнеторговым предприятиям
Постановление Правительства Российской Федерации	21 ноября 1996 № 1378	"О создании при Министре финансов Российской Федерации государственной организации по формированию государственного фонда благородных металлов и драгоценных камней." Данное постановление было принято в соответствии с августовским президентским Указом о реструктуризации Федеральных органов власти. Недавно были приняты дополнительные положения, касающиеся деятельности банков, связанных с благородными металлами
Федеральный Закон Российской Федерации	21 ноября 1996 № 129-FZ	"О бухгалтерском учете" Этот закон (недавно подписанный Президентом, но принятый Парламентом еще весной 1996 года), а также несколько других принятых положений коренным образом изменили требования, предъявляемые к иностранным компаниям, ведущим свою деятельность через представительства или филиалы - а именно, теперь они должны выполнять требования российского бухгалтерского учета. Эти же положения предусматривают и другие изменения, касающиеся повышения уровня отчетности всех юридических лиц (как российских, так и иностранных). Кроме этого, недавно были приняты законодательные акты, относящиеся к отчетности по НДС и другим акцизным налогам.
Постановление Правительства Российской Федерации	23 ноября 1996 № 1407	"О введении в действие закона о лицензировании риэлтерской деятельности". Данное постановление регулирует деятельность риэлтеров, дает широкое определение этой деятельности, а также отражает общую тенденцию к установлению регулирования профессиональной деятельности в России.

НОВЫЙ ВЫПУСК АКЦИЙ ПО-АМЕРИКАНСКИ

Федеральные законы США, регламентирующие продажу новых выпусков акций, требуют от эмитентов тщательной подготовительной работы и значительных затрат.

Во время бума 20-х годов продажа многих новых акций сопровождалась массой обнадеживающих обещаний, в которых фактическая информация занимала лишь незначительную часть. Это положение изменилось в 1933 году, когда Конгресс издал Закон о ценных бумагах (Truth in Securities Act). После этого в 1943 году был также проведен Закон о биржах, и в тот же год для управления на базе обоеих законов Конгресс учредил Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission — SEC).

SEC требовала полного раскрытия соответствующих фактов, прежде чем компания открыто предложит свои акции или облигации публике. Компания обязана представить подробный документ о регистрации ценных бумаг, где дается детальная информация о всех параметрах ее финансового положения: активы и обязательства, чем она владеет и размер ее долга. Также представляется документация по прибылям и убыткам за последние несколько лет. Вместе с этим компания должна указать как все выпуски и условия своих ценных бумаг, которые находятся в обращении, так и список должностных лиц и директоров вместе с окладами высшей пятерки, получающих свыше \$5 000 в качестве совокупного вознаграждения. Кроме того, указывается список всех лиц, держащих более 5% любого из выпусков компаний, и, наконец, компания должна описать все свои операции.

Данные предоставляются в виде печатного проспекта. Комиссия следит, чтобы он был доступен любому возможному покупателю нового выпуска. Обычно требования к представлению проспекта имеют силу для публичных акционерных компаний в течение 40 дней после начала продаж, для компании, впервые предлагающей публике ценные бумаги, предусматривается 90-дневный срок.

Перед назначением цены нового выпуска обычно печатается предварительный эскиз проспекта. Эскизы, еще не просмотренные SEC, называются «кочушки» («red herrings»). На заре своей деятельности Комиссия часто считала их просто глупыми,

предназначенной не столько для предоставления информации, сколько для отвлечения читателей от фактов, к которым, возможно, у SEC могли бы возникнуть претензии. Как правило, предварительный эскиз распространяется среди подписчиков и синдиката по сбыту. Но поскольку есть возможность, что некоторые копии могут попасть к публике, на обложке отмечается красным шрифтом, что проспект еще не подвергался анализу SEC.

Обычный объем проспекта — 20—30 страниц, но бывает и больше. Однако некоторым хорошо зарекомендовавшим себя компаниям и службам, соответствующим определенным высоким стандартам финансовой ответственности, Комиссией разрешен выпуск кратких проспектов. В 1970 году SEC ослабила правила и распространила привилегию на компании, имеющие твердое финансовое положение и зарегистрировавшие устойчивую прибыль в течение нескольких лет.

Пока условия нового выпуска исследуются Комиссией, ни один брокер или дилер не имеют права представлять публике какую-либо дополнительную информацию или даже высказывать свое мнение о нем. В качестве рекламы он может опубликовать проспект или детальное изложение своих соображений. Кроме этого, он может воспользоваться только единственным способом рекламы. Это так называемое «надгробье» (tombstone) — реклама, в которой указывается только название выпуска, его цена, размер, имена андеррайтеров и дилеров, связанных с ними.

Иногда в газете «Wall Street Journal» или других крупных изданиях можно встретить несколько странную, на первый взгляд, рекламу, которая, с одной стороны, объявляет о новом выпуске, с другой, констатирует, что он уже полностью продан. Дело в том, что, когда новый выпуск полностью продан с опережением графика предложения публике, синдикаты андеррайтеров рекламируют его из соображений престижа.

Далее. Трудности компании могут не закончиться, даже если она выполнила все требования SEC. У большинства

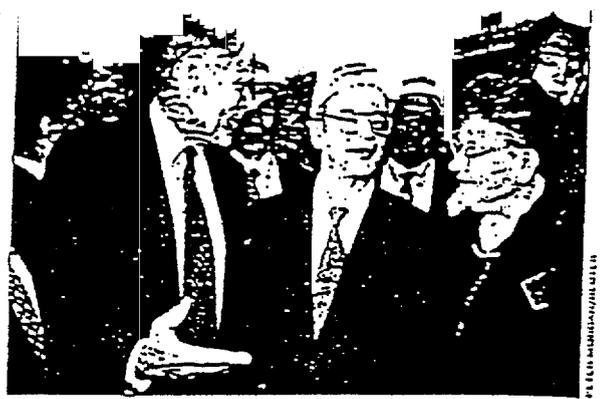
также имеются законы, обуславливающие регистрацию и продажу новых ценных бумаг. Независимо от того, что многие требования законов («законов чистого неба» — blue sky laws) весьма схожи с требованиями Комиссии, тем не менее они способны создать компании массу неприятностей и существенно увеличить дополнительные юридические и административные расходы.

Таким образом, все вышеописанные процедуры превращают подготовку к продаже нового выпуска в весьма дорогостоящее мероприятие. Счета за подготовку всех необходимых форм и выпуск проспекта могут достигать сотен тысяч долларов. Однако федеральный закон, как и законы в большинстве штатов, обеспечивает «лазейку» для небольших компаний. В частности, если цена нового выпуска не превышает \$1,5 млн., компании требуется оформить для SEC краткую регистрационную форму. Это называется оформлением по Правилу «А». Исходя из него, компании могут ограничиться распространением объявления о размещении. Если стоимость выпуска составляет менее \$100 тыс., то не требуется даже объявления. В то же время для выпусков, которые могут быть классифицированы как частное вложение капитала (обычно такой выпуск покупают не более 35 человек), а не как выпуски, открытые для публики, регистрации в SEC не требуется вообще.

Конечно, правило «полной огласки» в большей степени помогает защитить инвестора. Однако часто считают, что SEC слишком активна в этом направлении. Данное правило может отпугнуть многие компании от привлечения подобным путем новых средств для развития. Одновременно запрет на распространение какой-либо информации о компании в тот момент, когда проспект ее нового выпуска акций находится на рассмотрении Комиссии, может лишить ее инвесторов существенной информации на весь период проверки. Запрет пропаганды нового выпуска — безусловно, разумное правило, но его применение подчас создает серьезные трудности для инвесторов.

287

NYSE: русские идут



Уильям Дональдсон, бывший председатель нью-йоркской биржи (слева), и Дмитрий Зимин, президент «Вимпелкома», с Стуртевантом

Спрос на российские бумаги созрел

МАКСИМ ЛАВО

ЛЮБОЙ, кому сегодня доступен Reuter или, например, программа CNN с бегущей внизу строкой котировок Нью-Йоркской фондовой биржи, может, дожидаясь в аэропортовом порядке бумажки V, обнаружить котировку VIP. Этим весьма удачным сокращением теперь обозначается компания «Вимпелком» (крупнейшей в России оператор сотовой связи — торговля маркой «Би-Лайн»), первая после восьмидесятилетнего перерыва российская компания, включенная в листинг крупнейшей в мире фондовой биржи.

На Нью-Йоркской фондовой бирже котируется около 3 тыс. компаний, из них иностранных — 250. Общая капитализация всех этих компаний достигает 30 трлн долл.

«Русскому шоу» на NYSE предшествовало шоу с русскими плясками и танцами под баялами. Надо было видеть, как разномышленные американские брокеры хлопали в такт «Кадрилки». Над главным входом на биржу был вывешен довольно внушительных размеров российский триколор.

13 ноября вместе с «Вимпелкомом» на бирже дебютировали еще три компании, однако интерес к российским акциям оказался несопоставимо большим. Как уже отмечалось, заявки при предварительном размещении преумножили 1,1 млрд долл., что в 11 раз превосходило номинал объявленной эмиссии. Увеличить его не представлялось возможным ввиду стоимости и длительности отечественных, а не американских процедур. Наверное, в этом не было и особого смысла: возможности компании по эффективному освоению привлеченного капитала не безграничны, и лучше поддерживать устойчивый курс акций на бирже, оставляя возможности для следующих эмиссий. По тем

же причинам нет смысла сильно завышать начальную цену размещения, хотя это и позволял объем первоначального спроса. Андеррайтеры (координаторы первичного размещения) — московская компания «Ренессанс Капитал» и американская «Дональдсон Луркин и Джентри Секьюритиз Корп.» — более всего опасались «перегрева» акций в первые дни торгов. Таким образом, рост котировки акций VIP к окончанию первого дня торгов на 40% по отношению к первоначально объявленной цене размещения в 30,5 долл. за акцию можно считать предельно допустимым. Однако даже такой рост стал на NYSE рекордом месяца, уже после установления первой котировки более 25 долларов за акцию брокеры с восхищением типа «O, my God!» засуетились вокруг «русской стейки». На следующий день нью-йоркские газеты вышли с заголовками в стиле «Русские идут!».

Президент «Вимпелкома» Дмитрий Зимин — классический отечественный ученый-оборонщик, по отношению к которому крайне трудно применить традиционные характеристики «нового русского», был заметно потрясен всем этим зрелищем. На пресс-конференции после начала торгов г-н Зимин, как бы оправдываясь за свой ошеломительный коммерческий успех, произнес: «Мы оборонщики — зарплату не платили, куда нам было еще податься?». Теперь руководители «Вимпелкома» склонны готовиться к известным проблемам на Родине. «Вимпелком», возвратившийся в публичную компанию с рыночной капитализацией, превышающей, например, капитализацию «Норильского никеля», может столкнуться с согласованным отечественным требованием «подняться» против объединяющим

независимую братву с политическими начальниками местного и федерального уровней. К тому же теперь достаточно одного глупого, но громкого слова любого ответственного хозяина региона, где «Би-Лайн» предоставляет свои услуги, чтобы поставить под угрозу биржевые котировки «Вимпелкома».

Потенциальный спрос на российские акции весьма велик: по объявленным за прошлый год результатам по доходности, приближающейся к 100%, мы заняли второе место в мире после Венгрии. И несметные полчища мелких игроков склонны заказывать своим брокерам «русские бумаги». С одной стороны, нет оснований надеяться, что это обстоятельство сильно поможет большинству российских промышленных компаний, страдающих от дефицита капиталовложений. Причина — крайне низкая их ликвидность, вызванная специфической российской «стабилизационной» политикой. С другой — фавориты этой странной политики — российские банки — не имеют никаких шансов присоединиться к междоузельному рынку капиталов с плотностью, близкой к той, с которой они присоединяются к национальному бюджету. С точки зрения западного рынка, эти инфузорные финансовые образования представляют собой исключительно энтомологический интерес.

Коммерческий успех акций «Вимпелкома», позволивший компании собрать на рынке более 115 млн долл. и заработать различным биржевым игрокам только на первом дне торгов около 30 млн долл., объясняется к тому же повышенным интересом к телекоммуникационным компаниям. Их акции всегда продаются с повышающим коэффициентом, в нашем случае еще более значительным ввиду «злитварного» состояния российского рынка связи, гарантирующего возможности очень быстрого развития.

И в удачном подборе и подготовке компании, и в тщатель-

но продуманной тактике первичного размещения большая заслуга принадлежит «Ренессанс Капиталу», ставшему в прошлую пятницу по сути именем фондового рынка. После успеха «Вимпелкома» предполагается вывестись на публичные биржевые торги акции еще как минимум двух российских компаний. Вероятнее всего, это будут «ЛУКОЙЛ» и «Ростелеком».

Специалисты считают также большой удачей, что первой российской компанией на бирже стала от рождения частная (учредителю — оборонному институту РТИ, НПО «Вимпел», НИИ «Гиперсвязь», ВГТРК, 32% акций принадлежит американской компании FGI Wireless), а не «призвизированная» компания, не имеющая при себе традиционного охвата социальных обязательств, «звонков культуры», пионерских лагерей на тысячах посадочных мест и т. д., к тому же с самого начала осуществлявшая бухгалтерию и аудит в соответствии с американскими стандартами. «Вимпелком» представил инвесторам весьма внушительную норму прибыли: причем важно, что в данном случае речь идет о реально оплаченной прибыли. В силу известных особенностей российского рынка возможностью получить реальные деньги за свои услуги в реальном секторе сегодня обладают только компании — экспортеры и продавцы конечных товаров и услуг населению. Остальные производящие компании вынуждены довольствоваться низколиквидными денежными суррогатами, слабо интересующими потенциального западного инвестора. Можно заметить, что эйфория по поводу возможностей привлечения с мирового рынка весьма дешевых капиталов, вызванная явным успехом публичного размещения акций «Вимпелкома», обречена иметь весьма избирательный характер, пока платежная система России находится в нынешнем вырождающемся состоянии.

Сегодня, 20.11.96 стр 5

288

Вымпелком - дебют России на Фондовой бирже Нью Йорка

Фасад Нью-Йоркской фондовой биржи был украшен российским флагом в пятницу в честь появления первой российской компании на УолСтрит - компании "Вымпел Коммьюникейшнз".

"Вымпелком" - одна из ведущих московских компаний, предоставляющая услуги сотовой связи, произвела огромное впечатление своим дебютом, сумев сразу же привлечь 110.7 миллионов долларов США. Презентация компании, на которой присутствовал бывший Премьер Министр России Егор Гайдар, сопровождалась выступлением группы фольклорного танца.

"Вымпелком" - это не первая российская компания, стремящаяся получить иностранное финансирование. Но до настоящего момента никому не удавалось преодолеть все юридические и финансовые барьеры и зарегистрироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Акции компании продаются в виде американских депозитных квитанций, каждая из которых составляет три четверти от основной акции "Вымпелкома".

При начальной цене в \$20.50 американские депозитарные расписки "Вымпелкома" быстро продавались, и к полудню их цена выросла на \$8.25 и составила \$28.75.

"Сегодня мы наблюдаем энтузиазм инвесторов и очень успешную сделку," - заявил Алан Эптер, представитель банка "Ринесанс Капитал", одного из ведущих банков, предлагающего акции к продаже.

Американские депозитарные расписки, которые должны быть утверждены Комиссией по ценным бумагам и биржам США, позволяют инвесторам в Соединенных Штатах покупать акции зарубежной страны, стоимость которых выражена в долларах, избегая все проблемы, связанные с хранением ценных бумаг и расчетами в стране выпуска акций.

Несколько российских компаний выпустили американские депозитные квитанции низкого уровня, в то время, как компания "Вымпелком" сразу стала претендовать на американские депозитные квитанции так называемого третьего уровня, которые легко продаются и могут быть использованы для привлечения нового капитала. С начала работы компании в 1994 году в Москве, когда "Вымпелком" использовала торговую марку Билайн, количество ее клиентов возросло до 45,000. Президент компании Дмитрий Зимин присутствовал в Нью-Йорке во время презентации компании на Нью-Йоркской бирже.

Компания "Вымпелком" предлагает лучший способ "утоления жажды" России к телекоммуникациям после 70 лет существования своего рода "карточной системы". Только в одной Москве в настоящий момент имеется 165,000 заявок на установку телефона.

В результате, все большее и большее число россиян обращается к услугам сотовой телефонной связи.

Русские прибыли на Нью-Йоркскую фондовую биржу

Нью-Йорк, Рейтер

АО "Вымпел Коммьюникейшнз" стало первой российской компанией, которая сумела прорвать бастион американского капитализма и зарегистрироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже. Это произошло в пятницу, и сразу же акции АО стали быстро продаваться.

В течение всего лишь нескольких часов после того, как российские артисты исполнили народные танцы в холе биржи в ознаменование этого события цена американских акций компании, предоставляющей услуги сотовой связи, выросли с 8, 75 долларов до 29, 25 долларов. Эти акции стали одними из самых продаваемых на бирже. Объем их продаж к полудню достиг 4 миллионов.

"Я очень горжусь тем фактом, что именно наша компания смогла прорваться на Нью-Йоркскую фондовую биржу и зарегистрироваться на ней", - сказал Дмитрий Зимин, президент и главный исполнительный директор компании, в своем интервью корреспондентам. Дмитрий Зимин и другие официальные представители рассматривают факт регистрации на бирже как исторический шаг на пути дальнейшему развитию частного сектора в России после семидесятилетнего коммунистического правления.

В одном из помещений биржи, в котором проводилась пресс-конференция, стоял памятный подарок прежних связей капитализма с Россией - большая ваза знаменитого Фаберже, подаренная царем Николаем II в честь продажи облигаций сибирской железной дороги в начале века.

Специалисты говорят о том, что акции российских компаний таких, как "Вымпелком", несут в себе определенные риски, связанные с политической обстановкой в России. Но в тоже время успех "Вымпелкома" свидетельствует о том, что и другие российские компании смогут вскоре зарегистрироваться на нью-йоркской бирже.

Дмитрий Васильев, председатель Комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации, сказал: "Наша задача в настоящий момент - продолжать двигаться по намеченному пути, сотрудничая с коллегами на Нью-Йоркской фондовой бирже и в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США, чтобы добиться того, чтобы и другие российские компании смогли выйти на рынки капиталов."

"Вымпелком" обслуживает Москву и Московскую область, а также имеет лицензии на работу в Санкт-Петербурге и области. Компания была образована в 1992 году как часть военного предприятия Вымпел Корп. Сейчас компанией руководят бывшие советские военные инженеры. У неё более 45000 клиентов в Москве или 59% рынка. В прошлом году прибыль

компании была более 100 миллионов долларов. В компании работает 630 сотрудников.

Частная американская компания, предоставляющая услуги беспроводной связи "Уэлз Лтд", Чикаго, владеет 20% акций "Вымпелкома". Председатель этой компании Оджи Фабела II является председателем "Вымпелкома".

В Нью-Йорке компания предложила 5,4 миллионов американских депозитных расписок (или американских акций), представив более 20% от своего суммарного капитала.

Фабела заявил, что "Вымпелком" решила зарегистрироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже потому, что на российских рынках все ещё недостаточно капитала. Компания не зарегистрирована на Московской фондовой бирже, но без сомнения она будет продавать на ней свои акции.

"Это вопрос правильного выбора времени", - сказал Фабела. Однако, второе предложение акций не планируется в течение следующего года.

292

РОССИЯ

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг утвердила новые правила по раскрытию информации и услугам по хранению ценных бумаг

МОСКВА - Российская федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, стремясь укрепить свой статус основного регулятора рынка ценных бумаг в России, утвердила новые правила, требующие от эмитентов акций и облигаций, а также от структур, оказывающих услуги по хранению ценных бумаг, более полного и детального раскрытия информации.

В соответствии с новыми правилами раскрытия информации эмитенты обязаны предоставлять в своих проспектах информацию об основных видах деятельности, типах продукции и услуг, а также о главных поставщиках сырья и материалов, рынках и конкурентах.

Также согласно новым правилам, к биржевым проспектам должны прилагаться финансовые отчеты, заверенные независимым аудитором.

Помимо этого, во "Временном положении о деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг Российской Федерации и соответствующем лицензировании" комиссия объявила себя единственным органом, уполномоченным на лицензирование депозитариев.

В настоящее время в качестве депозитариев акций и облигаций выступают коммерческие банки, чья деятельность регулируется Российским Центробанком.

Банкиры выступают против Временного положения

Действия комиссии вызвали протест со стороны банкиров, которые заявили о своих опасениях по поводу того, что она может попытаться вытеснить банки с рынка услуг по хранению ценных бумаг.

Действуя в соответствии с новым российским законом о рынке ценных бумаг, комиссия объявила о том, что 4 ноября будут разыграны первые 6 лицензий на депозитарную деятельность. Банки не получили ни одной из этих лицензий.

Заместитель председателя Центробанка, Андрей Козлов, заявил в своем интервью корреспондентам 13 ноября о том, что банк был обижен тем, что его не включили в процесс разработки положения о ценных бумагах.

Незадолго до этого председатель Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Дмитрий Васильев обвинил Центробанк в попытке "монополизировать все решения, связанные с рынком ценных бумаг".

293

Козлов заметил, что Центробанк не ставит под вопрос полномочия комиссии в области регулирования рынка ценных бумаг, однако он ожидал, что она выдаст банку общую лицензию контролировать деятельность различных банков на этом рынке.

В соответствии с нынешним законодательством комиссия по рынку ценных бумаг может наделять различные организации полномочиями регулировать рынок ценных бумаг, и даже давать им право выпускать лицензии.

В ответ на заявление заместителя председателя Центробанка 13 ноября представители комиссии выступили с примирительным заявлением, отметив, что "постоянное положение (о депозитарной деятельности) может быть выработано совместно Федеральной комиссией и Центральным Банком России и затем принято на основе взаимного согласия".

Временное положение будет оставаться в действии до тех пор, пока не будет создана инфраструктура депозитариев.

Предложение о создании единого депозитария

Другим предметом острых споров между двумя регулирующими органами стало предложение Васильева о создании единого национального депозитария для государственных ценных бумаг и для ценных бумаг акционерных обществ.

Комиссия по рынку ценных бумаг, которая хочет контролировать деятельность центрального депозитария, считает, что создание одной депозитарной структуры очень важно, т. к. оно будет способствовать эффективной торговле ценными бумагами.

В своем выступлении перед 116 представителями 65 местных отделений Федеральной комиссии по ценным бумагам Васильев заявил, что если Центробанк будет продолжать настаивать на своих возражениях против создания одного органа, можно будет создать два центральных депозитария. При такой организации Центробанк будет отвечать за депозитарий государственных облигаций, а комиссия - за депозитарий ценных бумаг АО.

Представители комиссии, с которыми связалось Государственного бюро по информации США, отказались дать какие-либо дальнейшие объяснения или комментарии по поводу предложения. Однако, в очередном заявлении комиссии от 15 ноября было сказано, что решение создать центральный депозитарий было принято в целях поддержки развития российского рынка ценных бумаг и снижения рисков для внутренних и внешних инвесторов. В заявлении также говорилось, что депозитарий создается в соответствии с международной практикой и рекомендациями "Группы тридцати".

"На различных развитых и развивающихся рынках",- отмечается далее в заявлении создание центрального депозитария способствовало

существенному улучшению инвестиционного климата и повышению активности инвесторов. Предположительно, в России такой проект снизит имеющиеся риски и будет способствовать возвращению капиталов в страну. Помимо этого, ожидается, что единый центральный депозитарий сможет повысить качество услуг по хранению ценных бумаг в масштабах всей страны и будет повлечет за собой использование единых стандартов процедуры хранения ценных бумаг.”

По мнению комиссии, введение новых правил по раскрытию информации сделает рынок ценных бумаг более “прозрачным”. Кроме этого, создание центрального депозитария сократит период расчета по ценным бумагам, тем самым снижая стоимость сделки с ценными бумагами и увеличивая ликвидность.”

В результате всех заявлений была создана рабочая группа для подготовки документов и положений, необходимых для создания центрального депозитария для хранения ценных бумаг акционерных обществ. Рабочую группу возглавит Д. Васильев. В её состав будут входить представители Государственно-Правового Управления при Председателе Совета Федераций, представители федеральной службы правительственных связей и информации при Президенте Российской Федерации, представители Центрального банка Российской Федерации, Министерства финансов РФ и других министерств и ведомств, а также представители эмитентов, участники российского и зарубежного рынка ценных бумаг и независимые эксперты.

Депозитарии, компании, получившие лицензии

6 ноября комиссия объявила названия организаций, получивших лицензию на депозитарную деятельность на российском рынке ценных бумаг.

Этими организациями стали:

ЗАО “Приморский центральный депозитарий”, Владивосток
АОЗТ “Региональный депозитарный центр”, Екатеринбург
ЗАО “Расчетно-депозитарная организация”, Новосибирск
ЗАО “Депозитарно-клиринговая компания”, Москва
ЗАО “Санкт-петербургский расчетно-депозитарный центр”, Санкт-Петербург.

Помимо этого, следующим компаниям были выданы лицензии на доверительное управление активами российских паевых инвестиционных фондов:

ЗАО “Объединенная финансовая группа Инвест”, Москва и
ЗАО “Управляющая компания паевыми инвестиционными фондами Монтес Аури”, Москва.

Ваш справочник по АДР и ГДР

Самер Искандер объясняет, что это такое, и кому они могут понадобиться.

Вопрос: Инвесторы часто говорят о АДР и ГДР (американские депозитарные расписки и глобальные депозитарные расписки или свидетельства). Что это такое?

Ответ: Эти сокращения относятся к группе документов, называемых депозитарными расписками или свидетельствами. Они являются "справками" на акции иностранной компании зарегистрированными на бирже, доступ к которой, по тем или иным причинам, затруднен для иностранных инвесторов.

Сами акции находятся в банке страны, в которой они были выпущены, а свидетельства на них могут продаваться в любой другой стране. Дивиденды по ним обычно выплачиваются в долларах США. Депозитные свидетельства могут быть выпущены как с правами голоса основных акций, так и без них.

Американские депозитарные расписки (свидетельства), также называемые американскими депозитарными акциями, продаются и покупаются в Нью-Йорке.

Такие же документы, выпускаемые в Лондоне или Люксембурге, например, называются глобальными депозитарными расписками (ГДР).

Как правило, депозитарные расписки могут быть превращены обратно в акции. Однако, этот процесс может стать дорогостоящим и длительным.

Вопрос: Почему бы не покупать сами акции, а не свидетельства на них?

Ответ: Депозитные расписки часто бывают более привлекательными для инвесторов по сравнению с обычными акциями, особенно в случаях, когда иностранные инвесторы не уверены в способности внутреннего рынка ценных бумаг гарантировать их надежность. Депозитные расписки позволяют инвесторам обойти проблемы, возникающие из-за неэффективной и громоздкой системы расчетов.

При покупке и продаже депозитарных расписок расчеты могут производиться через системы CEDEL, EUROCLEAR или другие европейские клиринговые банки (касается глобальных депозитарных расписок - ГДР) или через Депозитарную трастовую компанию (расчеты с АДР).

Использование депозитарных расписок предоставляет иностранным инвесторам возможность выхода на те рынки акций, которые были им недоступны, например, в случае, если местное законодательство накладывает определенное ограничение на иностранное владение акциями.

Еще одно преимущество депозитарных расписок - уменьшение объема операций по обмену валюты. Покупателям египетских депозитарных расписок, например, не стоит беспокоиться об обмене египетских фунтов на валюту своей страны при получении дивидендов или продаже своей доли. Все сделки совершаются через депозитный банк, и расчеты производятся в долларах США.

Вопрос: Может ли любой человек купить депозитарные расписки?

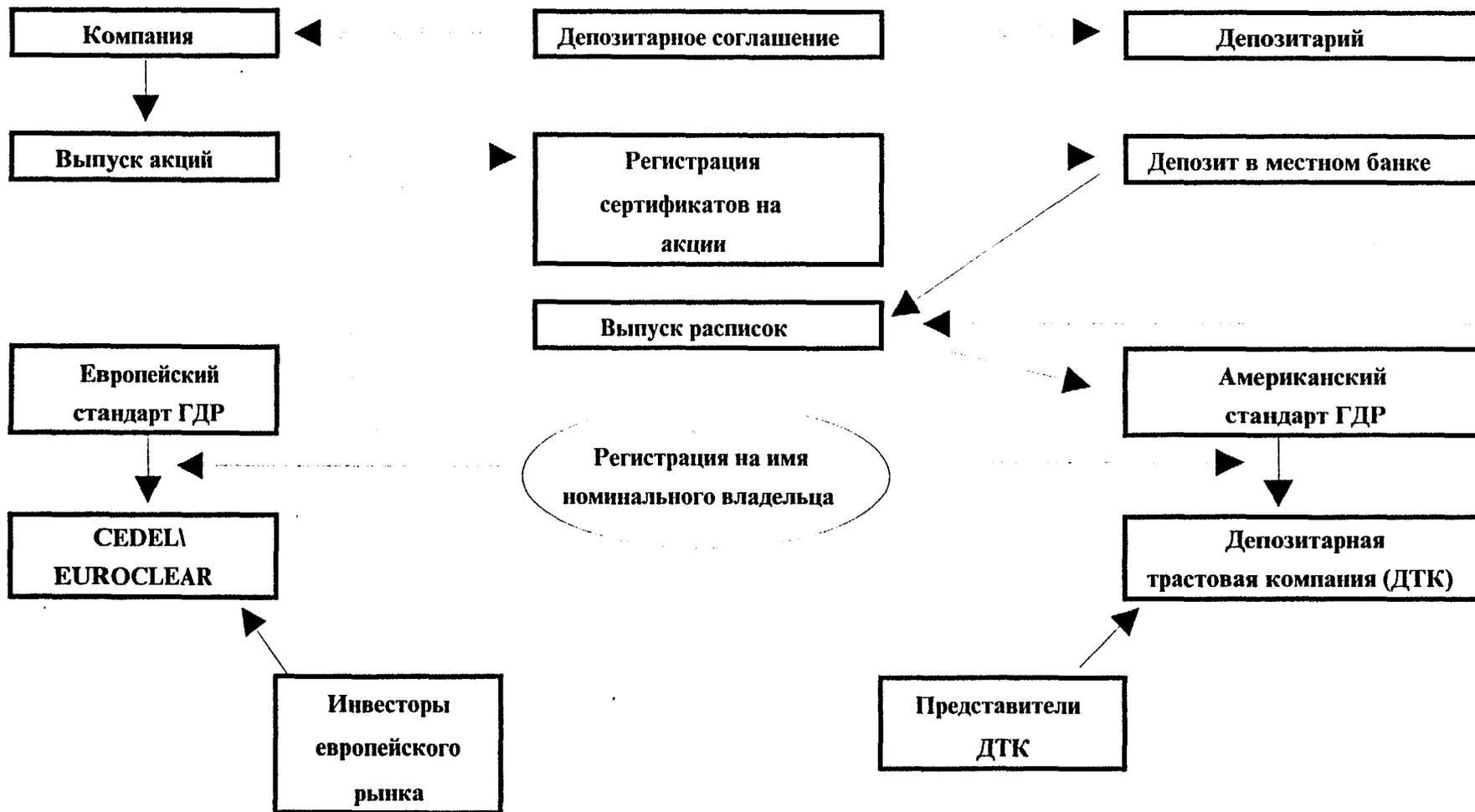
Ответ: В большинстве стран - да. Но в США, например, инвестирование в иностранные ценные бумаги регулируется более строго, чем в других странах. Большая часть депозитарных расписок США состоит из ценных бумаг так называемого первого уровня. Они предлагаются к продаже в соответствии с Правилем 144А Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. Это правило требует, чтобы бумаги продавались только "квалифицированным инвесторам" - обычно институциональным инвесторам, а не физическим лицам. Большинство же американских инвесторов может приобрести депозитарные расписки уровня II и III, но их выпуск более сложен, т.к. выпускающая компания должна подчиняться строгим правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Вопрос: Кто же покупает акции?

Ответ: Институциональные инвесторы, которые в состоянии осуществлять сделки с акциями на рынках любой страны в любой валюте.

Стоимость депозитарных расписок немного выше, чем стоимость самой акции из-за затрат на их выпуск и хранение (в банковском сейфе). Владельцы депозитарных расписок египетского международного коммерческого банка, например, платят за них на 6% больше, чем за соответствующие акции на внутреннем рынке страны.

Ваш справочник по АДР и ГДР



267

Судьбы российского фондового рынка отражаются в американских депозитарных расписках (ADRs)

Российский рынок капитала представляет собой фантастический потенциал, но в стране, где практически нет информации, а события непредсказуемы, выбор акций той или иной компании может быть очень затруднительным.

Возьмем недавний случай с российской приватизированной нефтяной компанией "Коминетфть": её акции возросли в пять раз и достигли \$25 в 1994 году.

Но потом - утечка в нефтепроводе и новость о том, что новые акции были секретно распределены между избранными инвесторами - и цены на акции рухнули, а в настоящий момент акции продаются по цене ниже \$2.

В последние месяцы появился один более или менее надежный показатель, а именно поведение и деятельность тех российских компаний, которые выпустили американские депозитарные расписки (ADR). Все восемь компаний наблюдают космический взлет цен на свои акции.

Американские депозитарные расписки (ADR/ADR), которые создаются за счет превращения акций, продаваемых на внутреннем рынке, в пакеты ценных бумаг, которые могут продаваться в других странах, представляют собой, с технической точки зрения, американские ценные бумаги.

Это позволяет акциям достичь широкого круга потенциальных покупателей, по сравнению с небольшим количеством рискованных инвесторов на развивающихся рынках.

"Брансвик Брокеридж", московская брокерская фирма, занимающаяся торговлей ценными бумагами, считает, что инвесторы, приобретающие на внутреннем рынке акции компаний, которые заявили о выпуске американских депозитарных расписок, получают приличную прибыль к концу года после того, как возрастет спрос на ADR.

После того, как были выпущены американские депозитарные расписки нефтяной компании "Татнефть", её акции возросли в три с половиной раза. Цена на акции Северского Трубного завода выросла более, чем в три раза, цена на акции компании Лукойл, крупнейшей российской нефтяной компании, выросла почти вдвое. В настоящий момент общая стоимость российских ADR составляет более 2.5 миллиардов долларов США.

Причины этих изменений цены на практике намного сложнее, чем в теории. Практически все российские акции выросли в цене, когда стало ясно, что президент Борис Ельцин будет переизбран.

В большинстве случаев компании, выпускающие АДР, возглавляют прогрессивные руководители, активно стремящиеся перестроить свои компании.

Кроме того, любое решение об инвестировании, основанное только лишь на аргументах ликвидности, может показаться подозрительным и будет оспариваться. Очень важно выявить основные принципы принятия такого решения.

“Если бы вы сосредоточились только на компаниях, которые выпустили АДР, вы бы упустили другие возможности получить хорошую прибыль в этом году”, сказал Алекс Кнастер, глава московского представительства международного инвестиционного банка “КС Ферст Бостон”. “Наибольший рост наблюдался у акций телекоммуникационных и энергетических компаний, так называемого “второго уровня” и привилегированных акций”, - заметил господин Кнастер, хотя и подчеркнул, что такие неликвидные акции в случае изменения рынка в худшую сторону, будет продать очень сложно.

До настоящего времени российские приватизированные компании выпустили только АДР первого уровня, утвержденные Комиссией по ценным бумагам и биржам США, которая требует, чтобы вся информация о компаниях, предоставленная российскому рынку, была доступна иностранным инвесторам.

Однако, несколько компаний уже планируют выпустить АДР более высокого - третьего уровня в следующем году, что неизбежно потребует более полного раскрытия информации и без сомнения приведет к принятию выборочных решений по инвестированию.

Комиссия по ценным бумагам и биржам США требует, чтобы компании предоставляли всю бухгалтерскую отчетность за три года в формате американских стандартов бухгалтерского учета перед выпуском депозитарных расписок третьего уровня, что само по себе может позволить им зарегистрироваться на Нью-Йоркской фондовой бирже и привлечь новый капитал за рубежом через публичное размещение.

Предположительно компания Лукойл собирается привлечь более 1 миллиарда за рубежом следующим летом, продав 15% своих акций в качестве АДР третьего уровня.

“Интерес российских компаний к выпуску АДР феноменален,” - заявил Кристофер Кирнс, помощник вице-президента “Бэнк оф Нью Йорк”, который является депозитным банком всех российских АДР, выпущенных до настоящего времени.

“Стремление компаний привести свои счета в соответствие с международными стандартами, т. е. к тому уровню, когда они смогут иметь свободный доступ к иностранным рынкам, вселяет уверенность.”

Развития российского фондового рынка и увеличение спроса на внутреннем рынке теоретически может создать значительные трудности для иностранных инвесторов и ограничить их способность оставаться “на вершине ликвидности АДР”.

“Новизна АДР поздно или рано исчезнет. Мы не будем наблюдать такие резкие изменения цены, когда компании будут выпускать АДР в будущем, и станет легче инвестировать напрямую в российские акции”, сказал г-н Пер Малстрём, глава исследовательского отдела “Брансвика”.

Но пока, эти первые российские АДР будут иметь высокую ликвидность, особенно, если российский рынок капитала будет включен в индекс ценных бумаг Международной Финансовой Корпорации в следующем году.

Представителям различных фондов развивающихся рынков, которые будут стремиться следовать этому индексу, всё же придется вкладывать часть своих фондов в Россию, несмотря на то, что они, возможно, будут выбиваться из сил в попытке найти подходящие акции.

Только американские депозитарные расписки представляют собой надежный и более или менее ликвидный способ такого инвестирования.

Соотношение АДР российских компаний, проданных на Нью-Йоркской фондовой бирже:

Лукойл -	53%
Мосэнерго -	21%
Газпром -	16%
Вимпельком -	5%
Другие -	5%.

Американские депозитарные расписки - в центре внимания

До недавних времен присутствие на российском прибыльном, но неустойчивом рынке ценных бумаг оставалось загадкой для международного финансового сообщества. Этот рынок был открыт лишь для незначительной группы инвесторов, специализирующихся на развивающихся рынках. Однако, в 1995 году российское предприятие Мосэнерго выпустило первые американские депозитарные расписки в сотрудничестве с Бэнк оф Нью-Йорк, ознаменовав таким образом, начало течения, которое позволило другим российским компаниям сделать свои первые шаги на американских рынках капитала.

Выпуск и продажа АДР

Американская депозитарная расписка выпускается американским депозитарным учреждением, выражается в долларах США и представляет одну или несколько акций иностранной компании (АО), которые были положены на хранение в банк (управляющий чужими капиталами) в стране этой компании или АО.

ГДР или глобальная депозитарная расписка практически идентична американской с единственным отличием в том, что слово "глобальная" используется вместо "американская". Оно используется в тех случаях, когда это больше соответствует определенным целям исследования рынка и деятельности на рынке. В случае с Россией, американская депозитарная расписка была создана американским депозитарным учреждением (в основном, в большинстве случаев - "Бэнк оф Нью-Йорк") и выпущена для иностранных (американских) покупателей. Сделка с АДР происходит следующим образом: брокер покупателя приобретает через российского брокера, имеющего лицензию, российские ценные бумаги, лежащие в основе депозитарных расписок, и дает ему указание положить их на хранение агенту банка, выпустившего АДР. Брокер, совершающий сделку, затем переводит доллары США, полученные от покупателя, в рубли и платит российскому брокеру за акции. В момент, когда акции поступают на хранение в "банк-хранитель", он должен сообщить об этом депозитарному банку. Когда такое уведомление получено, начинается эмиссия АДР, которые затем передаются брокеру, совершающему сделку, который в свою очередь передает ценные бумаги инвестору. Обычно американская депозитарная расписка представляет несколько акций - например, АДР достоинством в \$100 может представлять 4 обыкновенные акции российского рынка ценных бумаг, номиналом в \$25.

После того, как АДР выпущена, она может свободно продаваться инвесторам в США как АДР. Большинство всех сделок с АДР заключаются обычным способом: все расчеты производятся в долларах США в день совершения сделки и в течение трех дней после этого. 95% АДР продаются как АДР, и лишь 5% покупаются как АДР, а затем их покупатели

конвертируют их в обычные акции своей страны. В соответствии с этим, одной из самых важных ролей депозитарного учреждения является роль агент по переводу капитала и регистратора. Отмена АDR и превращение ее в обычную акцию происходит таким же образом, как и сделка по приобретению АDR. Брокер владельца может продать АDR в качестве АDR другим американским инвесторам или же может продать их в качестве обычных акций в стране этих акций (в рассматриваемом случае - в России).

Американский брокер продает акции опять же через российского брокера и затем сдает АDR в депозитный банк. Депозитное учреждение "отменяет" АDR и дает инструкции "банку-хранителю" выдать акции, находившиеся у него на хранении брокеру, который будет затем заниматься конвертацией рублей в доллары для того, чтобы вернуть их держателю АDR.

ADR I уровня

Поскольку качество финансовой информации, предоставляемой российским фирмами оставляет желать лучшего, многие компании, выпускающие АDR используют программу первого уровня, которая представляет собой самый простой способ доступа к американскому рынку капитала.

Американские депозитарные расписки первого уровня продаются вне биржи, поэтому компаниям, выпускающим такие расписки не нужно соблюдать строгие биржевые требования к отчетности и раскрытию информации, установленные Законом о фондовых биржах 1934. Такое, своего рода, освобождение позволяет иностранному эмитенту использовать преимущества торговли ценными бумагами, не изменяя своей системы финансовой отчетности. Для того, чтобы выпустить АDR первого уровня российская компания должна сделать следующее:

- Предоставить Комиссии по ценным бумагам и биржам свои финансовые отчеты в существующем формате (не в ГААП) на английском языке, а также подать необходимые документы в соответствующие российские учреждения.
- Составить стандартный контракт с депозитным учреждением, в котором оговариваются права и обязанности каждой стороны.
- Заполнить форму заявления № 6 в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

ADR II и III уровня

Программы выпуска АDR II и III уровней требуют от компаний соблюдения дополнительных требований для того, чтобы зарегистрироваться в системе автоматической котировки Национальной Ассоциации биржевых дилеров, либо на других биржах. Программа II уровня требует соблюдения положений Закона о фондовых биржах 1934, а программа III уровня связана с публичным размещением акций, которое предполагает соблюдение соответствующих требований отчетности, включая предоставление финансовых отчетов в стандарте ГААП США за

303

последние три года, а также следование нормам предоставления информации, установленным для любого публичного размещения в США.

Правило 144А - частные размещения

Правило 144А позволяет российским фирмам привлекать капитал через частное размещение зарегистрированным институциональным покупателям, избегая высоких затрат и необходимости соблюдения жестких правил раскрытия информации (что требуется для АДР II и III уровней). После того, как такие незарегистрированные на бирже ценные бумаги размещены среди соответствующих покупателей, эти покупатели не могут их продавать в течение двух лет.

Преимущества АДР

Выпуск американских депозитарных расписок имеет ряд преимуществ как для российских эмитентов этих расписок, так и для инвесторов. Через АДР российская компания может заявить о себе и выйти на международные рынки капитала, продемонстрировав свой повышающийся уровень с точки зрения финансовой "зрелости" и получая доступ к более широкому кругу инвесторов. Предполагается, что выпуск АДР подаст рынку сигнал о том, что данная фирма активно ищет западных инвесторов и стремится к тому, чтобы работать в соответствии с международными стандартами раскрытия финансовой информации. Выпуск АДР повысит также ликвидность акций компании на внутреннем рынке и окажет положительное влияние на цену акций на внутреннем рынке.

Российские АДР

Некоторые российские компании уже выпустили свои первые АДР, или находятся в стадии их выпуска. Первой российской компанией, которая вышла на международный рынок капитала, выпустив АДР 144А на сумму 22 миллиона долларов в сентябре 1995 года, стала компания Мосэнерго. Первая программа по выпуску АДР I уровня была начата в декабре 1995 компанией ЛукОйл. В число компаний, выпускающих АДР первого уровня, входят: ГУМ, Черногорнефть, Татнефть, Северский трубный завод, Ростелеком, Солнцевский пивзавод. В число компаний, выпускающих АДР других уровней, входят: Инкомбанк, банк Менатеп, банк Возрождение, Регионнефтегаз, Сургутнефтегаз. Рынок АДР российских компаний постоянно развивается и на сегодняшний день является наиболее быстро растущим рынком. Российские АДР в последнее время даже опережают другие АДР с точки зрения цены. Если инвестор проследит историю повышения цены на акции компании на внутреннем рынке, он может смело вкладывать деньги в акции компании, которая объявила о новом выпуске АДР. Выпуск АДР не даст российской компании возможность получить немедленный доступ к новому иностранному капиталу, но несмотря на это, программа выпуска АДР предполагает, что в будущем компания получит возможность привлечь иностранный капитал, и по мере появления новых российских фирм, рынок должен постоянно обращать внимание на выпуск АДР этими компаниями.

304

The Moscow Times
6 января 1997 года

Акционеры возбудили дело против Овитца

Лос-Анджелес, - акционеры возбудили дело против компании "Уолт Дисней Ко.", утверждая, что Майкл Овитц, который занимал должность второго исполнительного директора в течение всего лишь 14 месяцев, не заслужил выплаты выходного пособия в размере нескольких миллионов долларов.

В заявлении говорится, что Овитц, некогда считавшийся одним из самых влиятельных дилеров Голливуда, был заурядным и непродуктивным директором компании "Уолт Дисней".

В судебном иске сказано, что выходное пособие было на сумму "130 миллионов долларов или больше".

305