

ЧИРКОВА ЕЛЕНА ВЛАДИМИРОВНА

Кандидат экономических наук,

Доцент факультета экономических наук

НИУ Высшая Школа Экономики

ЗАКЛЮЧЕНИЕ СПЕЦИАЛИСТА

Об экономических аспектах корпоративной реорганизации
и подготовки к вторичному размещению акций на
Лондонской бирже (SPO) ОАО «АНК «Башнефть»

06.07.2017

г. Москва

Содержание

Сведения о специалисте	3
Предмет исследования	4
Источники информации	5
Основные выводы специалиста	7
1. В чем заключается экономический смысл IPO/SPO? Из каких этапов они состоят? В чем смысл размещения акций на иностранных площадках? Являлось ли решение «Башнефти» о выходе на IPO оправданным с точки зрения привлечения финансирования и развития компании?	9
2. Необходимые условия успешного IPO. Отвечала ли этим условиям компания «Башнефть» в 2013–2014 годах?	14
3. Требования к корпоративной структуре владения компании, выходящей на IPO. Отвечала ли этим требованиям «Башнефть».	15
4. Требования к структуре собственности компании, выходящей на IPO. Соответствует ли отчуждение непрофильных активов общепризнанной практике компаний, выходящих на IPO..	17
5. Каков экономический смысл погашения собственных акций в процессе реорганизации Башнефти, с учетом обнародованного решения о последующем дополнительном выпуске такого же количества акций для размещения на международных биржах?	19
6. Каков экономический смысл погашения привилегированных акций российской компании при выходе на IPO?	20
7. Каков экономический смысл выкупа акций?	22
8. Каким был экономический эффект выкупа «Башнефтью» собственных 16,8% обыкновенных акций, а также выкупленных привилегированных акций?	25
9. Какие рекомендации для целей успешного IPO существуют в сложившейся практике в отношении внутрикорпоративных займов? К каким последствиям прекращение прав по займу могло привести ОАО «АНК «Башнефть»?	26
10. Какой экономический эффект должен был ждать «Башнефть» от публичного размещения после реорганизации?	26
Приложение 1. Копии документов об образовании эксперта	30

Сведения о специалисте

Имя специалиста	Чиркова Елена Владимировна (далее – «Специалист»)
Место работы и должность	Доцент Школы финансов факультета экономических наук Научно-исследовательского университета «Высшая школа экономики»
Сведения об образовании	Высшее экономическое образование (диплом с отличием экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова ИВ № 909609 от 23 июня 1989 года) Степень кандидата экономических наук (диплом Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова № 010290 от 21 июля 1995 года)
Профессиональный стаж	Стаж работы по специальности с 1992 года, включая следующие места работы и должности: • начальник Управления привлечения инвестиций в капитал Департамента специального финансирования ОАО «Банк Москвы»; • советник в инвестиционном банке Ротшильда в Москве, директора и руководителя направления слияний и поглощений Департамента корпоративных финансов Deloitte; • вице-президент Департамента инвестиционно-банковских услуг ЗАО «Тройка Диалог»; • научный сотрудник экономического факультета Гарвардского университета.
Компетенция	• Автор многочисленных научных и популярных публикаций по финансовой проблематике. • Тематика научных исследований включает исследования выкупов акций, проведения IPO и SPO, различных структур акционерного капитала, оценке недо- и переоцененности ценных бумаг и недвижимости и др. • Является известным специалистом по оценке бизнеса, в частности, ее книга «Как оценить бизнес по аналогии. Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов» является самым известным и популярным в России пособием по оценке бизнеса и акций с помощью мультипликаторов.

Предмет исследования

Перед Специалистом были поставлены следующие вопросы:

1. В чем заключается экономический смысл IPO/SPO? Из каких этапов они состоят? В чем смысл размещения акций на иностранных площадках? Являлось ли решение ОАО «АНК «Башнефть» (далее – «Компания») о выходе на IPO оправданным с точки зрения привлечения финансирования и развития компании?
2. Необходимые условия успешного IPO. Отвечала ли этим условиям ОАО «АНК «Башнефть» в 2013–2014 годах?
3. Требования к корпоративной структуре владения компании, выходящей на IPO. Отвечала ли этим требованиям ОАО «АНК «Башнефть»?
4. Требования к структуре собственности компании, выходящей на IPO. Соответствует ли отчуждение непрофильных активов общепризнанной практике компаний, выходящих на IPO.
5. Каков экономический смысл погашения собственных акций в процессе реорганизации ОАО «АНК «Башнефть», с учетом обнародованного решения о последующем дополнительном выпуске такого же количества акций для размещения на международных биржах?
6. Каков экономический смысл погашения привилегированных акций российской компании при выходе на IPO?
7. Каков экономический смысл выкупа акций?
8. Каким был экономический эффект выкупа ОАО «АНК «Башнефть» собственных 16,8% обыкновенных акций, а также выкупленных привилегированных акций?
9. Какие рекомендации для целей успешного IPO существуют в сложившейся практике в отношении внутрикорпоративных займов? К каким последствиям прекращение прав по займу могло привести ОАО «АНК «Башнефть»?
10. Какой экономический эффект должен был ждать ОАО «АНК «Башнефть» от публичного размещения после реорганизации?

Источники информации

В настоящем исследовании были использованы следующие материалы и информационные ресурсы:

- «Федеральный закон об акционерных обществах» №203-ФЗ;
- материал «Подготовка к IPO» Московской биржи;
- «Main Market. A Guide to Listing on London Stock Exchange», официальный материал Лондонской биржи;
- «Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже» PricewaterhouseCoopers;
- Pratt, Shannon, 2009. «Business Valuation. Premiums and Discounts», John Wiley & Sons, 2009;
- Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study;
- Брейли, Ричард, Майерс, Стюарт «Принципы корпоративных финансов», М., «Олим-бизнес», 2010;
- Manconi, Peyer, Wermaleen, 2014. Buybacks Around the World. Working Paper # 436/2014, EGGI Working Paper Series in Finance;
- База данных Standard & Poors;
- База данных Bloomberg;
- Финансовая отчетность ОАО «АНК «Башнефть» за 6 месяцев 2013 года, 2013 год, 6 месяцев 2014 года официального портала раскрытия информации <http://www.e-disclosure.ru>.
- www.damodaran.ru
- www.finam.ru (данные по котировкам российских акций);
- www.finanz.ru (данные по котировкам российских акций).

Все выводы и комментарии в настоящем исследовании основаны на собственных знаниях специалиста в научной сфере корпоративных финансов, а также доступных в публичных источниках материалах и информации. Данное исследование является исключительно анализом и не может быть использовано как рекомендация в тех или иных бизнес-процессах.

Основные выводы специалиста

Вопрос	Предмет анализа	Вывод специалиста
1	Экономический смысл IPO/SPO, препятствия на пути IPO/SPO, оправдано ли было его проведения на Лондонской бирже ОАО «АНК «Башнефть»	Экономический смысл IPO состоит в повышении стоимости компании, привлечении в нее финансирования, создании ликвидного инструмента для финансирования сделок по поглощениям и внедрения опционных схем вознаграждения менеджмента компании, а также в выходе существующих акционеров из инвестиций. Решение ОАО «АНК «Башнефть» (далее – «Компания») об IPO было оправданным с точки зрения привлечения финансирования под инвестиционные проекты Компании.
2	Необходимые условия успешного IPO. Отвечала ли этим условиям ОАО «АНК «Башнефть» в 2013-2014 годах?	В современной практике успешное проведение IPO невозможно без приведения структуры владения активами, корпоративной организационной структуры, системы управления и отчетности в соответствие со стандартами «понятными» потенциальным инвесторам. ОАО «АНК «Башнефть» следовало провести подобную подготовку и необходимую реорганизацию для целей инвестиционной привлекательности.
3	Требования к корпоративной структуре владения компании, выходящей на IPO. Отвечала ли этим требованиям ОАО «АНК «Башнефть»	«Закольцованные» схемы владения компаниями обычно применяются там, где контролирующий акционер стремится не допустить миноритарных акционеров к управлению компанией и, соответственно, ассоциируются с худшими практиками корпоративного управления. Они обычно применяются компаниями, входящими в группу, в составе которой находится банк, и не планирующими выходить на рынки капитала.
4	Требования к структуре собственности компании, целесообразность отчуждения непрофильных активов	Доли в ОАО «Уфаоргсинтез» и БЭСК, которыми ОАО «АНК «Башнефть» владела косвенно, являлись для нее непрофильными активами как с точки зрения процента владения, участия в управлении компанией, так и с точки зрения операционной связанности. Перспективы получения дивидендов отсутствовали. Сохранение непрофильных активов в структуре компании перед IPO затрудняет ее оценку инвесторами, сужает их круг и уменьшает инвестиционную привлекательность. Практика отделения непрофильных активов перед IPO имеет место в России и на мировом уровне.
5	Экономический смысл погашения обыкновенных акций	Компания не может нанести себе убыток при ликвидации казначейских акций и продаже на рынке новых акций в том же количестве: продажа казначейских акций выглядит небезупречно с репутационной точки зрения и накладывает существенные ограничения на сроки проведения IPO, для повышения капитализации компании целесообразно размещать новые акции. Размещение

		казначейских акций противоречит сложившейся практике выхода на IPO/проведения SPO.
6	Экономический смысл погашения привилегированных акций	Экономический смысл погашения привилегированных акций ОАО «АНК «Башнефть» в 2014 году состоял в минимизации доли в капитале компании экзотического финансового инструмента, не понятного ее целевым инвесторам, которых планировалось привлечь при проведении SPO на Лондонской фондовой бирже.
7	Экономический смысл выкупа акций	Выкупая акции, Компания действовала в интересах своих акционеров. Выкуп акций является законным, нормальным и даже предпочтительным (по сравнению с дивидендными выплатами) способом распределения свободных денежных средств общества среди его акционеров. Акции компаний, осуществляющих выплаты таким образом, в среднем лучше растут в цене, чем тех, кто делает фокус на дивидендах. Российские компании неоднократно прибегали к выкупу акций.
8	Возможность получения убытка от выкупа акций	Погашение привилегированных и обыкновенных акций не могло привести компанию к убытку, так как 1) выкуп акций – операция, сходная с операцией по выплате дивидендов, то есть распределению заработанной прибыли, 2) долю привилегированных акций в собственном капитале компании нужно было сокращать, 3) аннулирование казначейских обыкновенных акций не лишает компанию возможности осуществить размещение аналогичного или большего количества обыкновенных акций и, предположительно, сделать это по более высокой цене.
9	Погашение внутрикорпоративного займа	Прекращение займа совпадением должника и кредитора не могло привести Компанию к убытку, так как, даже если бы она гипотетически погасила займ самой себе через выплату, это означало перевод денег с одного ее счета на другой и влияние такого перевода на консолидированный результат деятельности был бы нулевым, то есть таким же, как и в случае прекращения займа.
10	Экономический эффект от размещения акций после реорганизации	Экономический эффект от SPO на Лондонской бирже должен был состоять в росте капитализации ОАО «Башнефть» и возможности привлекать акционерный капитал более дешево, а также в облегчении доступа к долговым рынкам. Он должен был составить не менее 100 млрд рублей, что подтверждается ростом котировок Компании с момента объявления об IPO в отсутствие роста цен на нефть и существенных изменений финансового положения компании.

1. В чем заключается экономический смысл IPO/SPO? Из каких этапов они состоят? В чем смысл размещения акций на иностранных площадках? Являлось ли решение «Башнефти» о выходе на IPO оправданным с точки зрения привлечения финансирования и развития компании?

IPO (initial public offering) – это размещение акций, а в случае кросс-листинга на иностранной бирже, акций и депозитарных расписок, среди широкого круга инвесторов. Такое размещение превращает закрытую компанию в публичную. При этом могут достигаться следующие цели:

- повышение стоимости компании;
- привлечение финансирования в компанию;
- выход существующих акционеров из инвестиций;
- создание ликвидного инструмента – акций компании, который затем может использоваться:
 - в качестве средства платежа при поглощении других компаний;
 - для внедрения опционных систем вознаграждения менеджмента (для того, чтобы они работали, нужны рыночные котировки акций).

SPO (secondary public offering) – это дополнительное размещение акций компании, чьи акции уже котируются на бирже. Оно используется для привлечения финансирования в компанию.

Формально (юридически) размещение акций АНК «Башнефть» на Лондонской бирже должно было являться SPO, но с точки зрения его экономического смысла – IPO, так как инструмент с низкой ликвидностью должен был превратиться в высоколиквидную бумагу.

Повышение стоимости компании в ходе подготовки IPO и самого IPO достигается за счет двух основных источников:

- в ходе подготовки к IPO компания повышает свою инвестиционную привлекательность:
 - улучшает корпоративную структуру, делает ее прозрачной;
 - внедряет программное обеспечение, позволяющее вести сложную управленческую корпоративную отчетность, и генерирует эту отчетность, что упрощает понимание инвесторами механизмов создания стоимости в компании;
 - внедряет процедуры и нормы корпоративного управления, соответствующие лучшим практикам, такие, как, например, большинство независимых директоров в совете, исключительно независимые директора в комитете по вознаграждению менеджмента, тотальный запрет на сделки с заинтересованностью для менеджмента и пр.;
 - проводит юридический аудит и осуществляет процедуры, направленные на минимизацию юридических рисков инвесторов, а также по сути получает

заверения от признанных юристов касательно рисков инвестирования в компанию;

- проводит финансовый аудит;
 - переходит на международные стандарты бухгалтерской отчетности (в случае выхода на Лондонскую биржу) или стандарты ГААП (в случае выхода на американские биржи), понятные иностранным инвесторам и считающиеся более жесткими, чем местные стандарты отчетности;
 - как правило (но не обязательно), избавляется от непрофильных активов, нахождение которых в составе компании затрудняет ее оценку и сужает круг потенциальных инвесторов;
 - анализирует и представляет руководству биржи отчет, свидетельствующий о достаточности оборотного капитала компании (в случае Лондонской биржи)¹;
 - раскрывает инвесторам во время IPO и обязуется раскрывать после него детальную информацию о компании.
- в ходе IPO компания превращается из неликвидной в ликвидную.

Необходимо пояснить, почему превращение компании из неликвидной в ликвидную (и из закрытой в публичную) повышает ее стоимость. Суть ликвидности в том, что а) вложения можно продать в любой момент и б) и в случае мгновенной ликвидации крупного пакета продать его с не очень большой скидкой или даже с премией к рыночной цене одной акции. Ликвидность вложений важна практически для любых инвесторов.

Существуют многочисленные эмпирические подтверждения того факта, что ликвидные акции ценятся инвесторами выше и дисконт за неликвидность может достигать очень больших размеров. В классическом учебнике известного американского специалиста по оценке бизнеса и ценных бумаг, теоретика и практика Шеннона Пратта «Оценка бизнеса. Премии и скидки» (Pratt, Shannon, 2009, Business Valuation. Premiums and Discounts, John Wiley and Sons, 2009) имеется целый раздел (главы с 6 по 10) по применению скидок за неликвидность при оценке акций. Среди прочего, автор учебника ссылается на обстоятельное исследование на основе данных 1980–2000 годов размера скидок при вхождении инвестора в капитал компании перед IPO. Как видно из таблицы 1, эта скидка может достигать 2/3 от цены размещения. Результаты устойчивы.

Таблица 1. Скидка цены с цены акций при покупке миноритарного пакета в зависимости от времени, остающегося до проведения IPO в 1999–2007 гг.

Дней до IPO	1–90	91–180	181–270	271–360	360–720
Медианный размер дисконта	23,5%	36,1%	49,4%	60,8%	65,8%

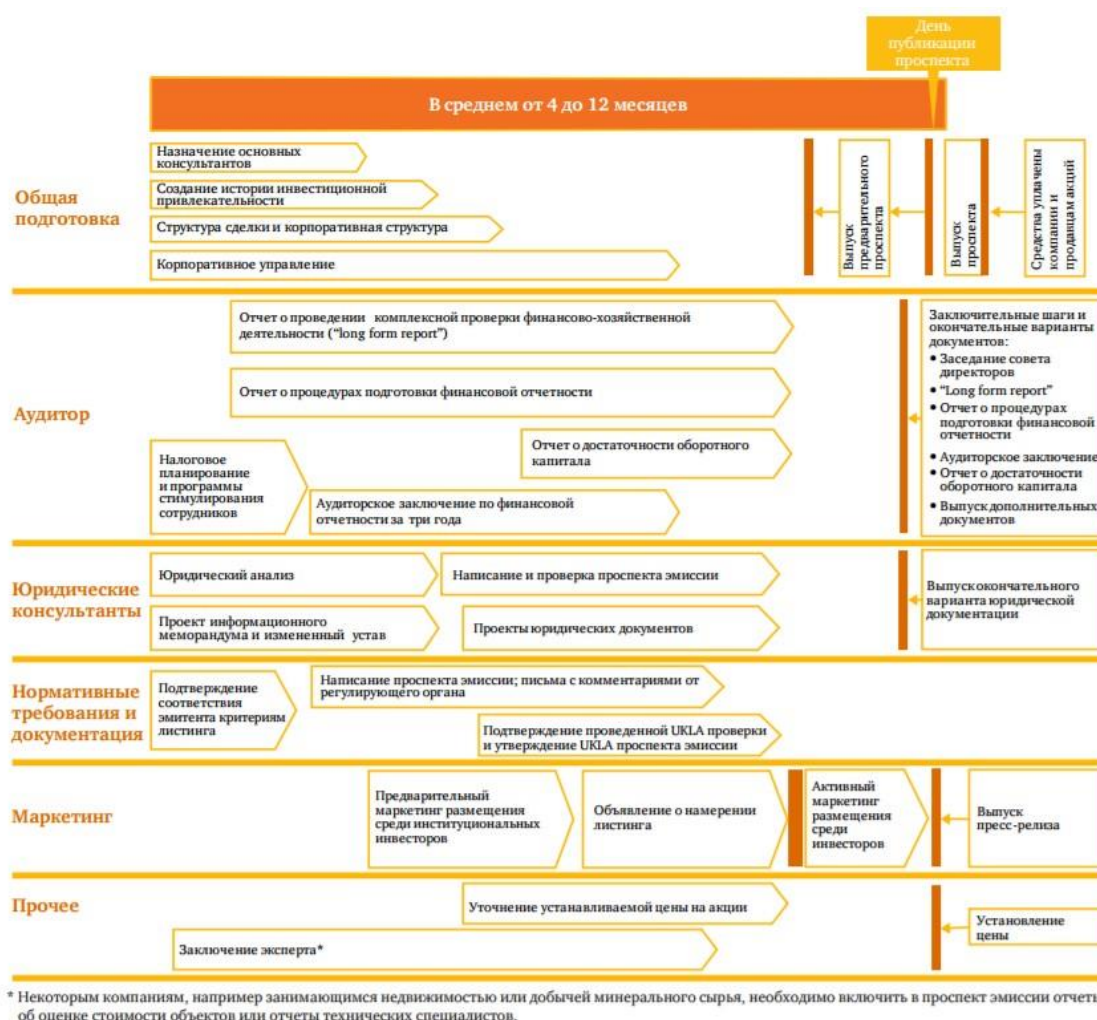
Источник: Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study, (Pratt, 2009, стр. 185).

¹ Экономический смысл данного отчета в том, что он удостоверяет, что компания привлекает средства на долгосрочное развитие, а не «затыкает дыры» в текущем финансировании и не находится в предбанкротном состоянии.

Другое очень обстоятельное исследование, известное как исследование Джона Эмори (John Emory), проведенное на основе данных 1980–2000 годов, на которое тоже ссылается Пратт, показало, что скидка достигает в среднем 46% по группе сделок, проведенных не ранее 150 дней до IPO (Pratt, 2009, стр. 133). В обзоре данного исследования Пратт особо подчеркивает, что результаты Эмори очень устойчивы во времени.

Кроме того, по США были получены данные относительно размера скидок для одних и тех же акций, которые сначала торговались на внебиржевом рынке, а потом вошли в котировальный список ведущих бирж. Также проводилось сравнение цен акций одной и той же компании, котирующихся на биржах и ограниченного обращения (размещенных по так называемому правилу 144А, которое предусматривает упрощенную процедуру размещения, одновременно накладывая ограничения на продажу акций в руки непрофессиональных инвесторов). В обоих случаях дисконт составил около 20%.

Рисунок 1. График подготовки к IPO



Источник: PricewaterhouseCoopers «Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже» (<http://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf>)

На рисунке 4 выше представлена схема процесса подготовки к IPO. Он включает 1) общую подготовку, в частности, преобразование корпоративной структуры и другие меры, направленные на повышение инвестиционной привлекательности, 2) проведение комплексных финансовой и юридической проверок, 3) подготовку требуемых для размещения документов, включая финансовую отчетность, проспект эмиссии и др. и переговоры с биржей и 4) маркетинг акций.

С началом глобализации финансовых рынков все большее количество компаний из развивающихся стран начали выходить на развитые рынки капитала через процедуру двойного листинга. Двойной листинг подразумевает листинг на двух (и большем) количестве бирж напрямую либо через процедуру выпуска депозитарных расписок (Global depositary receipt, GDR и American depositary receipts, ADR, в общем случае – DR).

Первый выпуск депозитарных расписок российской компанией был осуществлен в 1995 г. «ЛУКОЙлом». С тех пор российские компании также активно осуществляют листинги своих акций на зарубежных биржах, в основном на Лондонской. В настоящий момент практически все крупнейшие российские компании имеют двойной листинг на одной из ведущих зарубежных бирж (The New York Stock Exchange, NYSE; London Stock Exchange, LSE; Deutsche Börse, DB и др.), а совокупное число российских компаний, имеющих двойной листинг, составляет более 80. Это около половины российских компаний, чьи акции более-менее ликвидны на Московской бирже.

Листинг на иностранной бирже депозитарных расписок значительно увеличивает круг инвесторов, которых может заинтересовать ценная бумага. Этому есть несколько объяснений:

- По депозитарным распискам дивиденды выплачиваются в иностранной валюте, что удобно иностранным инвесторам – не нужно заниматься конвертацией «экзотической валюты».
- Торговать бумагами возможно без перевода денег на территорию Российской Федерации, что снижает риски инвесторов по выводу капитала из страны, в которой могут быть наложены ограничения на такой вывод (на это наводит мысль дефолт России по государственным казначейским облигациям в 1998 году).
- Акции, котируемые на Основном рынке Лондонской биржи в среднем более ликвидны, чем котируемые на Московской. Среди прочего, это связано и с требованиями бирж: так, Лондонская биржа требует, чтобы процент акций, обращающихся на бирже был не менее 25%, тогда как Московская допускает к листингу акции, если процент, находящийся в свободном обращении, составляет не менее 10%. Чем больше процент акций в свободном обращении, тем, как правило, выше ликвидность. Ликвидность в свою очередь положительно влияет на котировки бумаги. Размещение в Лондоне делает депозитарные расписки ликвидными, повышает их цену, что влияет на цену акций на российском рынке. Иначе был бы возможен так называемый арбитраж (то есть покупка акций на одном рынке и продажа на другом с целью извлечения прибыли из-за разницы цен). То, что рынки

являются сообщающимися сосудами, как правило, гарантирует коррекцию цен на местном рынке примерно до уровня цен на Лондонской бирже.

- Наконец, и это самое важное, размещение на Лондонской бирже – «знак качества» акции. Требования к размещаемым акциям настолько жесткие², что не каждый эмитент с развивающихся рынков капитала, котируемый на местном рынке, способен выполнить требования Лондонской биржи.

Что касается преимуществ для российских эмитентов листинга на Лондонской бирже по сравнению с другой лидирующей в западном полушарии биржей – Нью-Йоркской, то они связаны с тем, что Лондон является базой для инвесторов, интересующихся российскими бумагами. Исторически, а точнее с 2002 года, когда в США был принят закон Сарабанеса-Оксли, существенно затруднявший выход на биржу для местных и иностранных компаний, российские компании выходят на Лондонскую биржу³. IPO на Лондонской бирже провели «Лента», «ТКС Банк», «Мегафон», «Фосагро», «Трансконтейнер», ОК, Mail.ru, «Уралкалий», ОГК-2, ПИК, ВТБ, «Фармстандарт», ММК, ЛСР, НМТП, «Полиметалл», «Распадская», «Роснефть», «Черкизово», «НЛМК», «Амтел», «Новатэк», Х5 (перечислены в обратном хронологическом порядке) и другие. Сбербанк также проводил SPO в Лондоне. Обращает на себя внимание тот факт, что компании и банки с госучастием при проведении IPO/SPO и приватизации размещались на Лондонской бирже.

В 2014 году Компания собиралась привлечь на цели развития около 100 млрд рублей⁴. Согласно инвестиционной программе Компании эти средства должны были быть инвестированы в увеличение запасов углеводородов для уменьшения дисбаланса между собственной добычей и мощностями по переработке, которые являются избыточными. Компания планировала начать зарубежную экспансию с данной целью, в частности планировала приобретать американские геологоразведочные компании, работающие в Африке, на Ближнем Востоке и в Южной Америке.

Согласно консолидированной отчетности Компании на 01.07.2014 ее долгосрочные обязательства составили 205 млрд рублей. Рыночная капитализация в это время колебалась вокруг 430 млрд рублей. Таким образом, соотношение «Долгосрочные обязательства/Рыночная капитализация» составлял около 47,7% (205/430), что было выше среднеотраслевого уровня. Этот показатель был существенно выше мирового

² Так, для выхода на Основной рынок требуется наличие аудированной финансовой отчетности за три последних года, владение основными активами в течение трех последних лет, обеспеченность выручкой для 75% активов, внедрение лучших практик корпоративного управления, в частности наличие большинства независимых директоров в совете директоров компании, а также раскрытия материальной информации инвесторам после листинга. Биржа также требует, чтобы отдельные транзакции (например, с аффилированными лицами) обязательно выносились на собрание акционеров, при этом накладывает ограничения на тех, кто может голосовать, и утверждает формат, в котором задается вопрос акционерам. Требуется также раскрытие инсайдерской информации и сделок инсайдеров.

³ Отдельные исключения имеют место: так «Русал» разместился на Гонконгской бирже, СТС, «Яндекс» и Qiwi на американской бирже NASDAQ, IBS – во Франкфурте.

⁴ Компания рассчитывала продать 38 млн акций по цене не менее 2600 рублей в рублевом эквиваленте, то есть общая стоимость размещаемого пакета должна была составить не менее 98,8 млрд рублей.

среднеотраслевого. Привлечение около 100 млрд позволило бы изменить показатель «Долгосрочные обязательства/Рыночная капитализация» следующим образом:

- рыночная капитализация предположительно выросла бы на сумму привлеченных средств⁵ и составила бы 530 млрд рублей;
- долгосрочные обязательства не изменились бы и составили 205 млрд рублей;
- таким образом, соотношение «Долгосрочные обязательства/Рыночная капитализация» составило бы 38,7% (205/530).

Как понятно, уровень долга компании в 7 раз превышал бы уровень долга для ее американских аналогов. В такой ситуации целесообразно проводить размещение акций, так как привлечение акционерного капитала корректирует показатель D/E в сторону меньшего уровня долга.

Кроме того, как уже отмечалось ранее, одной из целей IPO является превращение акций компании в ликвидную «валюту» или средство платежа при поглощениях других компаний. «Башнефть», согласно публичным заявлениям менеджмента, планировала несколько поглощений иностранных компаний и в случае успешного размещения на Лондонской бирже могла бы, по крайней мере, частично оплачивать приобретения иностранных компаний собственными акциями.

2. Необходимые условия успешного IPO. Отвечала ли этим условиям компания «Башнефть» в 2013–2014 годах?

Очевидно, что успешность IPO предопределена серьезной подготовкой, в рамках которой корректируются структура владения активами, организационная структура, система корпоративного управления, управления рисками, финансовая отчетность и пр.

Без корпоративной реорганизации компания вряд ли бы смогла провести успешное размещение акций в Лондоне. Как было показано выше,

- Инвесторы не любят инвестировать в компании с «закольцованными» схемами владения акциями;
- Инвесторы не понимают такой «экзотический» финансовый актив, как долг компании самой себе, долг самой себе должен был погашаться и потому, что он являлся результатом «развода» с «закольцованной» компанией;
- Инвесторам не целесообразно предъявлять компанию с большой долей в капитале такого «экзотического» инструмента как привилегированные акции с дивидендными правами, как у обыкновенных акций.

⁵ Без учета дальнейшего положительного эффекта от реструктуризации.

3. Требования к корпоративной структуре владения компании, выходящей на IPO. Отвечала ли этим требованиям «Башнефть».

Юридически прозрачная структура собственности является фактором успешного IPO. См., например, главу 2 «Факторы успешности IPO» раздела «Основные шаги подготовки и проведения IPO» рубрики «Подготовка к IPO» на сайте Московской биржи ⁶. Закольцованная схема владения акциями не может считаться прозрачной.

Кроме того, правила Лондонской биржи гласят, что обычно для премиального листинга не менее 75% бизнеса размещающей акции компании должны приносить выручку («At least 75 per cent of the business of a company seeking a Premium Listing must generally be supported by a revenue-earning record»)⁷. Это правило можно трактовать как запрет на листинг компаний с закольцованной схемой владения. Если, например, есть две равные по объему выручки компании А и Б и компания А владеет 50% акций компании Б и наоборот и не получают никаких дивидендов, то такую ситуацию можно трактовать следующим образом: треть бизнеса компании А (владение акциями компании Б) не обеспечено выручкой. Соответственно, такая компания не сможет разметить свои акции на Лондонской бирже.

«Закольцованные» (еще их называют «перекрестными») схемы владения, как правило, вызывают отторжение у инвесторов в акции компании по следующим причинам.

1. Согласно консенсусному мнению инвесторов с развитого рынка капитала перекрестное владение обычно ассоциируется с худшими практиками корпоративного управления, поскольку основная цель перекрестного владения обычно заключается в сохранении контроля над компаниями узкой группой связанных лиц. При перекрестном владении компания косвенно владеет своими собственными акциями, то есть по сути имеет казначейские акции, на которые не могут налагаться никакие ограничения, в частности по срокам владения, как предусмотрено российским законодательством в отношении полноценных казначейских акций. В такой ситуации подотчетность менеджмента миноритарным акционерам обычно снижается. Если же речь идет о двух несвязанных общими акционерами или бизнесом компаниях, то они могут гарантировать, что не будут продавать акции друг друга.
2. «Закольцованная» схема может привести к искусственному завышению стоимости активов компаний. Например, компания А имеет долю в компании Б, которая в свою очередь имеет долю в компании А. Тогда активы компании А включают долю в компании Б, чья оценка включает активы компании А.
3. Целью перекрестного владения может быть реальное создание бизнес-партнерства, своего рода совместного предприятия в целях облегчения обхода антимонопольного законодательства, что не выглядит социально ответственной политикой.

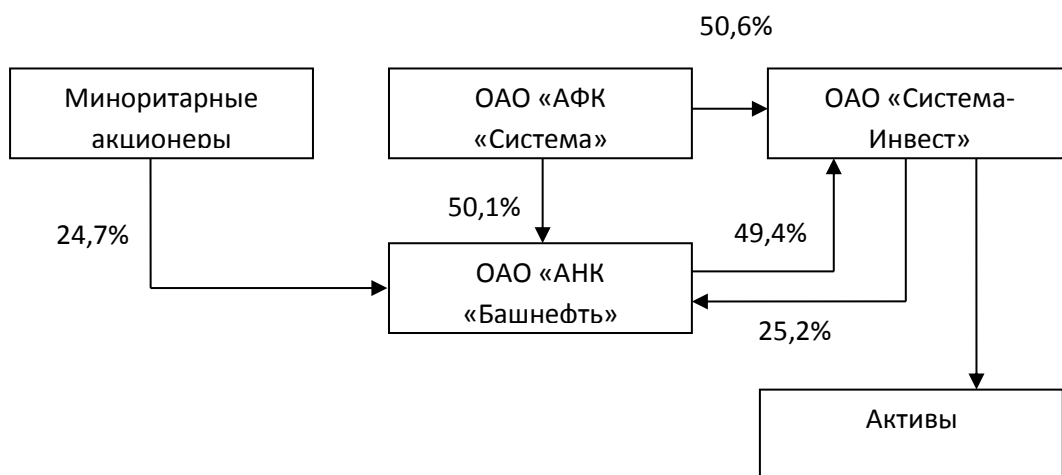
⁶ (<http://ipoguide.moex.com/section-2-1.html>)

⁷ Main Market. A Guide to Listing on London Stock Exchange, London Stock Exchange (<http://www2.londonstockexchange.com/l/6522/2012-05-11/9bb6k>), p. 35.

В связи с этим компании с перекрестным владением очень редко выходят на биржу. Именно поэтому, в бизнес-группах, где присутствует перекрестное владение акциями, обычно наличествует банк, который и является стабильным источником средств для производственных компаний группы.

До начала процесса реструктуризации 50,1% и 25,2% акций ОАО «АНК «Башнефть»» владели ОАО «АФК «Система» и ОАО «Система-Инвест» соответственно. В свою очередь Компания контролировала 49,4% акций ОАО «Система-Инвест», а оставшейся долей в «Системе-Инвест» владела АФК «Система». ОАО «Системе-Инвест», помимо доли в Компании, принадлежали также доли в ОАО «Уфаоргсинтез» и ОАО «Башкирская электросетевая компания» (далее – «БЭСК»). См. рис. 1 ниже. Так называемая «закольцованная» схема владения имела, как минимум, две отрицательные стороны с точки зрения выхода на SPO на Лондонской фондовой бирже. Во-первых, закольцованных схемы сами по себе не приветствуются инвесторами. Во-вторых, «закольцованная» схема подразумевает, что Компания косвенно владела долями в «Уфаоргсинтез» и БЭСК.

Рис. 1. Схема владения акциями ОАО «АНК «Башнефть»» и ОАО «Система-Инвест» до начала реструктуризации



В случае Компании и «Системы-Инвест» цели создания бизнес-партнерства не было, так как «Система-Инвест» операционной деятельности не вела. Банком она тоже не являлась и не имела такового среди дочерних и зависимых обществ, то есть не могла предоставить Компании стабильный источник финансирования. Таким образом, цель, которая могла бы реализовываться через кросс-владение акциями «Башнефти» и «Системы-Инвест» – это сохранение контрольного пакета акций над Компанией в размере 75,3%. Однако, это противоречило целям SPO, в ходе которого Компания должна была разместить среди инвесторов 25% акций согласно требованиям Лондонской биржи.

4. Требования к структуре собственности компании, выходящей на IPO. Соответствует ли отчуждение непрофильных активов общепризнанной практике компаний, выходящих на IPO

К оценке профильности/непрофильности можно подходить с двух сторон: 1) процент участия в капитале и участие в управлении и 2) операционная связанность. Профильными обычно считаются активы, участвующие в основной операционной деятельности компании, а непрофильными – не участвующие. В случае операционной связанности целесообразно также применить дополнительный критерий, а именно доля выручки одной компании, приходящейся на другую. Например, компанию, занимающуюся бурением нефтяных скважин, можно признать профильным активом для нефтяной компании, но если она генерирует от продаж данной нефтяной компании лишь 10% выручки, а остальное – от работы на свободный рынок, то она может быть ближе к непрофильной, ведь покупка услуг независимой компании, специализирующейся на бурении скважин, является нормой в отрасли. В таблице 2 мы суммируем критерии отнесения активов к профильным или непрофильным.

Таблица 2. Критерии отнесения активов к профильным/непрофильным

	Процент участия/участие в управлении	Операционная связанность
Профильные активы	• Контрольный пакет, в идеале возможна консолидация* • Участие в управлении активами	• Операционно связаны • В отрасли является нормой оказывать услуги/приобретать товары подобной компании внутри производственной группы • Высокая доля в выручке приходится продажи внутри группы
Непрофильные активы	• Доля участия меньше контрольной, консолидировать нельзя, по отчетности проходят как финансовые вложения • Пассивное владение без участия в управлении	• Операционно не связаны • В отрасли является нормой оказание услуг/приобретать товаров подобной компании на стороне • Высокая доля в выручке приходится продажи на свободном рынке

*Контрольный пакет не обязательно подразумевает возможность консолидации по стандарту финансовой отчетности.

Продажа непрофильных активов является стандартным шагом подготовки к IPO. В среднем, инвесторы выше ценят сфокусированные компании⁸. Классические аргументы против диверсификации (а наличие непрофильных активов – это диверсификация):

⁸ Нужно отметить, что имеются отдельные исключения из правила «сфокусированные компании ценятся дороже». Рынок может высоко ценить успешные конгломераты типа «Беркшир Хатавей» (компания Уоррена Баффета) или «Дженерал Электрик», у которых в этом смысле все активы непрофильные и в этом смысле непрофильными не являются. Однако в случае «Башнефти» речь о конгломерате не идет.

инвесторы сами могут диверсифицировать свои вложения на финансовых рынках, если им это интересно, помощь производственных компаний не нужна, специалисты по управлению в одной отрасли не обязательно будут экспертами по управлению в другой. Кроме того, инвесторы могут быть специалистами по инвестированию в конкретную отрасль и не иметь достаточных знаний для оценки компаний из других отраслей. Так, специалисты по оценке нефтяных компаний могут не уметь оценивать электрогенерацию и сети. Таким образом, при выводе на рынок сфокусированной компании круг потенциальных инвесторов шире.

Приведем примеры отчуждения непрофильных активов российскими компаниями перед IPO:

- В октябре 2013 года провела IPO компания «АЛРОСА». Перед этим она продала ЗАО «Гостиница «Алроса», 100% акций ОАО "АЛРОСА-Газ" («Роснефти»), 99,74% акций ООО "Страховая компания АЛРОСА" (компания «СОГАЗ»), объекты ЖКХ и жилищного фонда, а также свое офисное здание в Санкт-Петербурге.
- Компания Qiwi при подготовке к IPO, состоявшемуся в 2013 году на американской бирже NASDAQ, продала свои непрофильные активы, а именно доли в компаниях «Мастер Лото» (85%), «Лото Интегратор» (85%), Pay Kiosk (51%), «Изобилие» (51%), казахской Instant Payments (60%), кипрских Neven Trading и Seleano (по 51%), украинской TOB Finance Company (51%), Colorstar Management (75%), китайской Beijing LianHe Sufu Science & Technology Development (51%), южноафриканской Sanmere Investment Holding (51%), Qiwi Bulgaria (51%), кипрской Sjetta (100%), таджикской Pardohti-Favri (75%) и перестала владеть долями в своих совместных предприятиях в Аргентине, Чили, Малайзии, Гонконге, Нидерландах, Танзании и Сингапуре.
- В 2004 году, компания НОВАТЭК, осуществившая IPO на Лондонской бирже в 2005 году, продала непрофильные компании, в том числе по оказанию строительных услуг в нефтегазовой промышленности (включая «НОВА»), и телекоммуникационного бизнеса.

ОАО «АНК «Башнефть» через владение 49,4% акций ОАО «Система-Инвест» косвенно владела акциями «Уфаоргсинтеза» и БЭСК. Ее косвенные доли, полученные путем умножения доли «Системы-Инвеста» в данных компаниях на долю «Башнефти» в «Системе-Инвест», составляют 44,7% и 10,7% соответственно. С точки зрения процента участия оба актива – «Уфаоргсинтез» и БЭСК являются для компании непрофильными. Косвенное владение акциями только усиливает данный аргумент.

Таблица 3. Расчет косвенных долей «Башнефти» в уставном капитале «Уфаоргсинтеза» и БЭСК

	Доля «Системы-Инвеста»	Косвенная доля «Башнефти»
Уфаоргсинтез	21,53%	10,7%
БЭСК	90,47%	44,7%

С точки зрения операционной связанности «Уфаоргсинтез» и «БЭСК» были не связанными с «Башнефтью» компаниями. БЭСК поставляет «Башнефти» электроэнергию, однако доля в выручке не превышает 30%. Кроме того, БЭСК является региональной монополией, ее тарифы и условия подключения к сетям регулируются государством, соответственно, «Башнефть» не могла ухудшить условия сотрудничества с БЭСК утратой доли в компании.

«Уфаоргсинтез» является покупателем (клиентом) «Башнефти», но доля ее закупок в выручке компании не превышает 1% (в 2013 году поставки «Башнефти» «Уфаоргсинтезу» составили около 5,6 млрд рублей при общей выручке в 563 млрд рублей).

Что касается возможного получения дивидендов от «Уфаоргсинтез» и БЭСК «Башнефтью», то это было маловероятно:

- Непосредственным получателем данных дивидендов являлась «Система-Инвест», а у «Башнефти» не было контроля над этой компанией, чтобы обязать ее выплачивать дивиденды себе.
- Выплата дивидендов «Системой-Инвест» «Башнефти» представляется налогово неэффективной: их основным источником являлись не дивиденды от «Уфаоргсинтеза» и БЭСК, а дивиденды самой «Башнефти», выплаченные «Системе». Двойной «прогон» денег (туда и обратно) имел налоговые последствия для «Башнефти», так как «Система-Инвест» взимала налог на дивиденды у источника. Таким образом, «Башнефть» получала обратно свои собственные деньги за вычетом данного налога.

5. Каков экономический смысл погашения собственных акций в процессе реорганизации Башнефти, с учетом обнародованного решения о последующем дополнительном выпуске такого же количества акций для размещения на международных биржах?

При проведении IPO на западных биржах практикуется размещение либо новых (или первичные) акции, либо старых (или вторичных) акции. Возможна также комбинация этих вариантов. Это подтверждается статистикой, полученной на основе анализа проспектов эмиссии акций размещений иностранных и российских компаний, проводивших IPO. В случае размещения новых акций деньги идут в компанию, проводящую размещение, или эмитенту. В случае размещения вторичных акций деньги идут их владельцам, то есть акционерам эмитента. С точки зрения повышения капитализации компании, выходящей на IPO, лучше размещать первичные акции и получить деньги в саму компанию, так как выход акционеров из бизнеса может сигнализировать о неблагоприятных перспективах. Размещение казначейских акций, то есть вторичных акций, но продаваемых самой компанией, а не ее инвесторами, не практикуется. В первую очередь это связано с тем, что такая сделка имела бы «привкус» перепродажи или спекуляции компанией собственными акциями – ведь в случае покупки и последующей продажи одних и тех же акций для инвестора логично будет соотнести их цены и задать компании неудобный вопрос: почему вы пытаетесь продать дорого продать мне акции, которые обошлись вам

намного дешевле. В случае ликвидации казначейских акций и выпуска новых «отрезается хвост» цены выкупа и создается ощущение эквивалентного обмена (ценных бумаг на деньги) или продажи акций по их справедливой стоимости.

Кроме того, так как согласно «Закону об акционерных обществах» компания не может держать казначейские акции на балансе более года, вывод на IPO казначейских акций означал бы установление жестких сроков проведения IPO и отсутствие у компании гибкости маневра при необходимости его отсрочить.

Кроме того, при размещении казначейских и новых акций по одной и той же цене экономические последствия сделки будут такими же. Допустим, компания А выкупила на рынке 10 млн своих акций по 100 рублей и перепродала их по 200. На этом она получит экономическую выгоду в 1 млрд: один миллиард был потрачен, два заработано, выгода 1 млрд $((200-100) \times 10 \text{ млн} = 1 \text{ млрд рублей})$. Если же она сначала выкупила акции, потом аннулировала их и выпустила новые акции в том же количестве, то ровно так же один миллиард был потрачен, два заработано, выгода 1 млрд $(-100 \times 10 \text{ млн} + 200 \times 10 \text{ млн} = 1 \text{ млрд рублей})$.

Продажа казначейских акций по ценам, выше цен размещения новых акций представляется фантастическим сценарием: у казначейских акций нет никакой специфики, которая делала бы их дороже по сравнению с аналогичными новыми акциями. По причинам, изложенным выше, размещение новых акций представляется более предпочтительным, нежели казначейских.

6. Каков экономический смысл погашения привилегированных акций российской компании при выходе на IPO?

Иностранные инвесторы привыкли к следующему пониманию сути привилегированных акций. Согласно классической трактовке привилегированные акции – это инструмент, который по своему экономическому смыслу находится между обыкновенными акциями и облигациями. Он схож с облигациями в том, что владельцы привилегированных акций обычно не имеют права голоса на собрании акционеров и получают гарантированный процентный/дивидендный доход на свои акции, при этом процентные выплаты могут быть как фиксированными (например, 10%), так и рассчитываться по плавающей ставке, привязанной к какому-нибудь индикатору (например, LIBOR+5%). Так, согласно самому известному и популярному учебнику по корпоративным финансам «Принципы корпоративных финансов» «подобно долговым обязательствам, привилегированные акции дают инвесторам серию фиксированных платежей»⁹. Иными словами, их доходность ограничена. Владельцы привилегированных акций ниже в очереди кредиторов, чем владельцы облигаций и финансовые институты, предоставившие кредиты, поэтому доходность привилегированных акций обычно выше, чем классического долга. Низкое (наиболее вероятно даже последнее) место в очереди

⁹ Брейли, Ричард, Майерс, Стюарт «Принципы корпоративных финансов», М. Олимп-бизнес, 2010, стр. 361.

кредиторов при банкротстве и более высокая доходность сближает привилегированные акции с обыкновенными.

На момент начала выкупа привилегированных акций уставный капитал ОАО «АНК «Башнефть» помимо обыкновенных акций состоял из привилегированных акций типа «А» номинальной стоимостью 1 рубль в количестве 38 673 878 штук. Их доля в уставном капитале компании составляла 17,01%. Согласно уставу компании, действовавшему на момент принятия решения о выкупе акций 3 февраля 2014 года и во время процедуры выкупа, привилегированные акции обладали следующими экономическими правами: право на получение дивиденда в размере 10% от номинальной стоимости акций, но не ниже, чем дивиденды по обыкновенным акциям.

Привилегированные акции «Башнефти» не похожи на классические привилегированные акции, описанные выше. По ним выплачиваются дивиденды в размере 10% от номинальной стоимости акций, но не ниже, чем дивиденды по обыкновенным акциям. Поскольку номинальная стоимость привилегированной акции «Башнефти» составляет 1 рубль, а 10% от одного рубля – 10 копеек, то, согласно первой части определения, дивиденды, причитающиеся владельцам обыкновенных акций, не могут быть меньше 10 копеек на акцию, что составляет примерно 1/10000 (0,01%) от рыночной стоимости одной акции или ничтожно малую величину. Между тем, в 2012 году размер дивидендов на одну привилегированную акцию составил 24 рубля, соответственно, на одну обыкновенную акцию также было выплачено 24 рубля. Такая же картина характерна и для прошлых лет – с 2006 года компания выплачивала такие же дивиденды на привилегированную акцию, как и на обыкновенную. Таким образом, первая часть определения размера дивидендов по привилегированным акциям не действует и по факту на них уплачиваются те же дивиденды, что и на обыкновенные акции.

Требование устава Компании выплачивать по привилегированным акциям дивиденды не ниже, чем по обыкновенным акциям, сохранилось со времен ваучерной приватизации 1992–1994 годов, когда она преследовала в том числе и социальные цели. Во время ваучерной приватизации привилегированными акциями наделялись работники приватизировавшихся предприятий, государство не воспринимало их как кредиторов компании, а считало их полноправными совладельцами, ведь все они внесли вклад в ее создание. Именно поэтому их экономические права были приближены к правам владельцев обыкновенных акций. Для этих целей и был изобретен такой экзотический инструмент, как российские привилегированные акции, не имеющий аналогов на развитых рынках капитала.

Таким образом, по состоянию на 2014 год обыкновенные и привилегированные акции ОАО «АНК «Башнефть» отличались лишь своими неимущественными правами (одни – голосующие, другие – нет) и экономический смысл привилегированных акций в классическом понимании – получение гарантированных процентных выплат – был утерян. Привилегированные акции ОАО «АНК «Башнефть» перестали быть гибридным инструментом и приобрели черты обыкновенных акций,

Данный инструмент не понятен иностранными инвесторам. Сохранение в структуре акционерного капитала компании экзотического для привлекаемых инвесторов инструмента, тем более занимающего существенную долю в капитале (17,01%) затруднило бы проведение IPO. В ходе выкупа привилегированных акций их доля была сокращена, что должно было способствовать проведению IPO.

Важно также отметить, что российские компании не размещали привилегированных акций на иностранных биржах в последние годы.

7. Каков экономический смысл выкупа акций?

Менеджмент публичной компании и ее совет директоров обязаны действовать в интересах ее акционеров. Основным интересом акционера является получение дохода от инвестиции в акции компании. Этот доход складывается из двух компонентов: дивидендные выплаты и рост курсовой стоимости. При отсутствии разницы в налогообложении дивидендов и курсового дохода для инвестора эти два вида дохода являются равноценными. На практике же разница в налогообложении всегда имеется, она может возникать из-за разницы в ставках, а в случае, если ставки одинаковые, для инвестора предпочтителен рост курсовой стоимости. От дивидендных выплат отказаться нельзя и, соответственно, уплата налога на дивиденды является обязательной (и он взимается у источника). В случае роста стоимости налог на курсовую разницу между ценами покупки и продажи уплачивается только в случае фактической продажи бумаг, то есть его уплата может быть отсрочена инвестором на неопределенный (и даже бесконечный) срок. Если же инвестору нужны деньги, то вместо получения дивидендов, он может продать часть акций.

С точки зрения компании она может осуществлять выплаты своим акционерам двумя способами: в виде дивидендов, либо в виде сумм, затраченных на выкуп акций. Современная финансовая теория фокусируется именно на политике выплат, а не на дивидендной политике, которая является частью общей политики выплат. Выплата дивидендов ведет к падению стоимости одной акции – это отток денежных средств из компании при сохранении количества акций в обращении. Сохранение количества в свою очередь означает, что в будущем чистая прибыль будет делиться на то же количество акций, и чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию, будет неизменной, если общая прибыль компании не возросла. Между тем, компания может потратить аналогичную сумму на выкуп акций. В этом случае а) их продадут только те, кто хочет продать и готов заплатить налог на эту операцию (или она для него убыточна и налог не возникает); б) в будущем чистая прибыль будет делиться на меньшее число акций, и прибыль на одну акцию при неизменном общем размере возрастет, что должно привести к росту цены одной акции в будущем. Таким образом, те инвесторы, кто не продали акции, то есть не получили деньги сегодня, будут получать больше в будущем – либо за счет более высоких дивидендов, приходящихся на одну акцию, либо за счет продажи по более высокой цене, и тоже ничего не проиграют.

Иллюстрируем сказанное выше на численном примере. Допустим, компания зарабатывает 10 условных единиц чистой прибыли. Ее капитал поделен на 10 обыкновенных акций и каждая стоит 10 единиц. На одну акцию приходится одна единица чистой прибыли. Показатель P/E («цена/прибыль») составляет $10/1=10$. Если 100% чистой прибыли будет выплачено в виде дивидендов, то на одну акцию придется одна единица. Если 100% чистой прибыли пойдет на выкуп акций, то компания выкупит и аннулирует одну акцию. Ее капитал будет поделен на 9 акций. В следующем году, когда компания снова заработает 10 единиц чистой прибыли, на одну акцию придется $10/9=1,11$ единица чистой прибыли. Рыночная цена такой акции должна вырасти до 11,1 единиц (мы исходим из предположения, что показатель P/E не изменится). Те, кто не участвовал в выкупе, ничего не потеряли, так как они не получили дивидендов в размере одной единицы в прошлом году, но будут получать 1,11 единиц в последующие годы. Кроме того, рыночная стоимость их акций возросла, что отражает более высокие дивиденды в будущем.

По причинам, изложенным выше, выплаты акционерам в виде выкупа акций считаются предпочтительными.

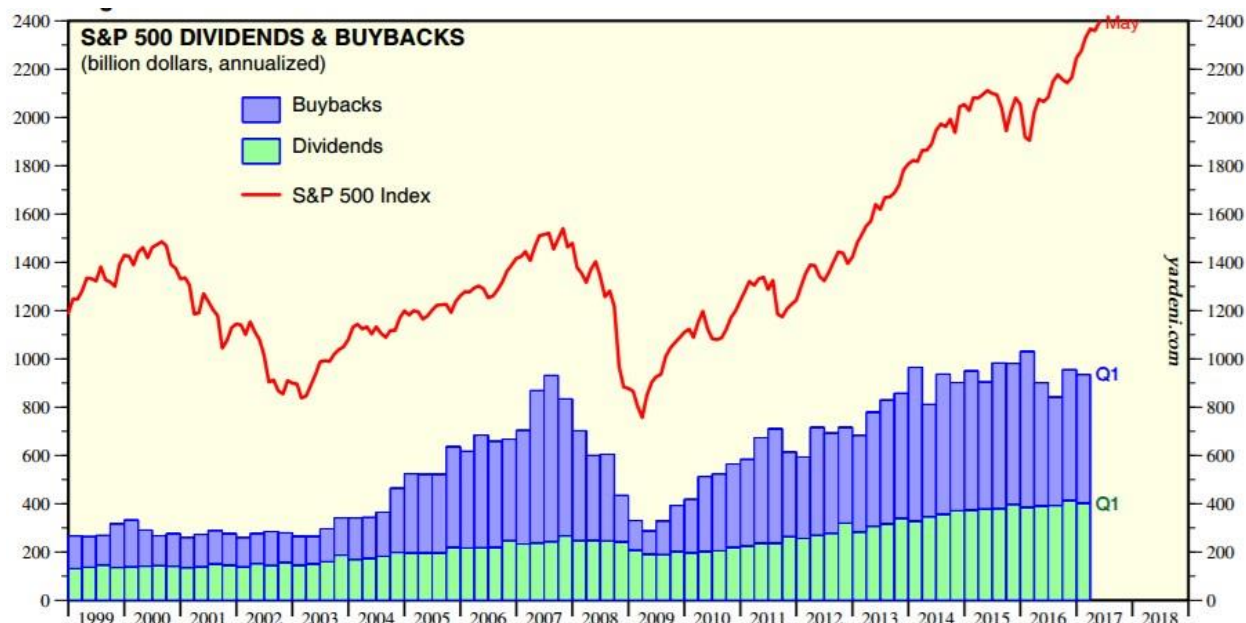
Кроме того, целесообразность выкупа акций для компании зависит от их недо- или переоценности. Компании выгодно выкупать собственные акции, когда, по ее мнению, они недооценены. По одной только этой причине выкуп акций может привести к росту цен на них: ведь он может быть сигналом о том, что акции стоят слишком дешево.

На Рис. 2 ниже представлен объем выкупа акций и дивидендных выплат совокупно всеми компаниями из индекса S&P 500 – индекса 500 крупнейших публичных компаний США – в период с 1999 по 2016 год. Как видно из рисунка, в последние годы размеры выкупов (на графике Buynbacks, синий цвет) в денежном выражении существенно превышают размеры дивидендных выплат, что подтверждает, что выкупы акций являются нормальным и даже предпочтительным механизмом распределения средств среди акционеров публичных компаний.

Кроме того, установлено, что компании, осуществляющие выплаты через выкуп акций, зарабатывают для своих инвесторов более высокую доходность. На Рис. 3 представлена совокупная избыточная доходность акций компаний производящих выкупы акций¹⁰ по сравнению с компаниями из тех же отраслей, не производящих выкупы. По оси ОХ – месяцы. Как видно из рисунка, на всех рынках такие акции показывают более высокую доходность, чем акции, компаний, не производящих выкуп. Она варьирует от примерно 17 процентных пунктов в Европе и Японии и почти 50% на американском континенте, исключая США на четырехлетнем интервале после размещения.

Рис. 2. Дивидендные выплаты и выкупы акций компаниями, входящими в индекс S&P 500, в 1999–2016 годах, млн долларов

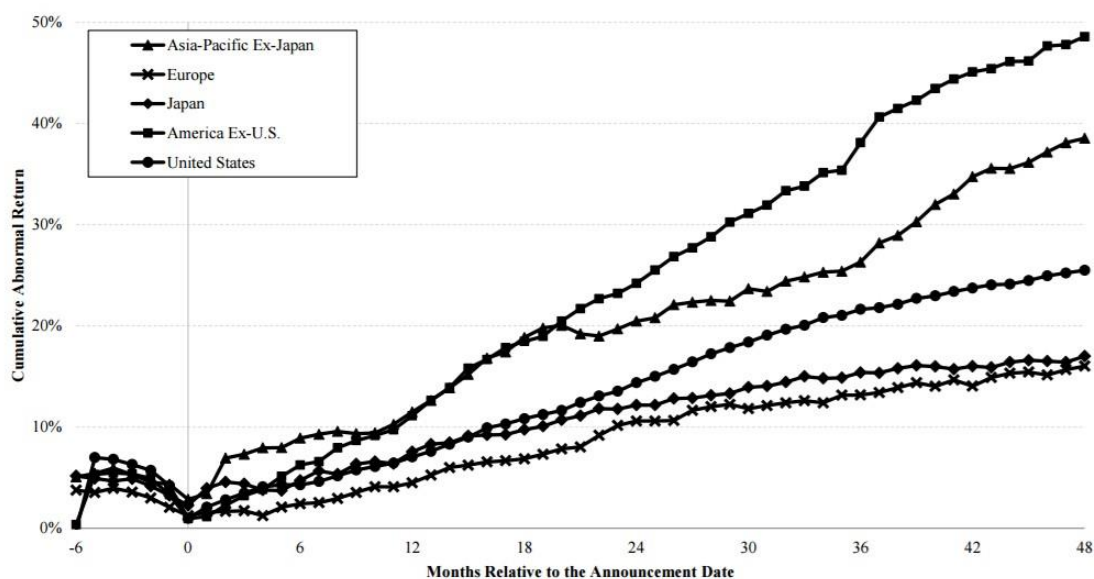
¹⁰ Избыточная доходность представляет собой разницу между фактической доходностью акций данных компаний и доходностью акций компаний-аналогов, не производящих выкупы.



Источник: Standard & Poors.

Прим. Зеленый цвет – дивидендные выплаты, синий цвет – выкупы акций.

Рис. 3. Совокупная избыточная доходность акций компаний, производящих выкуп акций на разных географических рынках, процентных пунктов



Источник: Manconi, Peyer, Wermaleen, 2014. Buybacks Around the World. Working Paper # 436/2014, EGGI Working Paper Series in Finance.

Российские компании, следуя мировым тенденциям, практикуют выкуп акций. Данные по выкупам приводятся в таблице 4 ниже.

Таблица 4. Выкуп акций российскими публичными компаниями

Компания	Дата объявления	Объем выкупа, % от общего числа акций
Автоваз	21.09.2001	3,9%
Сургутнефтегаз	12.08.2003	1,1%
Мосэнерго	19.08.2004	0,1%
Сургутнефтегаз	14.06.2006	5,0%
ЛУКОЙЛ	28.06.2006	2,0%
Полюс Золото	18.09.2006	нет данных
Норильский никель	06.10.2006	3,9%
Мобильные телесистемы	21.03.2007	0,5%
Мобильные телесистемы	01.20.2007	нет данных
Газпром	04.02.2007	0,007%
Иркутэнерго	06.02.2009	3,4%
Акрон	03.11.2010	4%
Роснефть	19.04.2011	0,2%
Уралкалий	07.10.2011	3,9%
Распадская	16.11.2011	10%
Северсталь	24.02.2012	16,9%
Роснефть	31.05.2012	3,0%
Норильский никель	11.12.2012	9,7%
Норильский никель	11.04.2013	8,1%
Норильский никель	26.04.2013	25,4%
Фармстандарт	13.11.2013	3,8%
Ростелеком	19.02.2014	нет данных
Московская биржа	19.02.2014	нет данных

Источник: база данных Bloomberg.

8. Каким был экономический эффект выкупа «Башнефтью» собственных 16,8% обыкновенных акций, а также выкупленных привилегированных акций?

Ни погашение выкупленных привилегированных акций, ни погашение казначейских обыкновенных акций не могло привести к экономическому убытку по следующим причинам:

- Расходование средств, направленных на выплаты акционерам, будь то дивидендные выплаты или финансирование выкупа акций, не является расходом с точки зрения отнесения на себестоимость. Это есть распределение заработанного компанией среди акционеров. Иными словами, подобные выплаты нельзя в принципе трактовать как убытки.
- Компании нужно было сокращать долю в капитале такого экзотического и непонятного для иностранных инвесторов инструмента, как привилегированные акции с дивидендными выплатами, аналогичными выплатам по обыкновенным акциям.
- Аннулируя казначейские акции, компания не лишает себя возможности продать акции на свободном рынке. Ее возможности продать акции на свободном рынке ограничены

только спросом, она может продать такое же количество новых акций или даже гораздо большее количество акций, будь на них спрос по желаемым ценам.

- Как «убыток» в экономическом смысле от выкупа обыкновенных акций с большой натяжкой (см. первый пункт в данном перечислении) можно было бы трактовать ситуацию, когда компания выкупила собственные обыкновенные акции, аннулировала их и выпустила новые акции в том же количестве по более низким ценам. При этом выкуп акций по закону должен был бы считаться исключением. Поскольку SPO Компании на Лондонской фондовой бирже не состоялось и, соответственно, цена размещения не определена, цену выкупа сравнивать не с чем, поэтому и об убытке нельзя говорить. Что же касается гипотетических рассуждений о том, какой она могла бы быть, то, по мнению эксперта, она должна была быть выше, чем цена казначейских акций.

9. Какие рекомендации для целей успешного IPO существуют в сложившейся практике в отношении внутрикорпоративных займов? К каким последствиям прекращение прав по займу могло привести ОАО «АНК «Башнефть»?

Прекращение займа совпадением должника и кредитора, согласно статьи 413 ГК РФ, не могло привести к убытку для Компании. Представим себе гипотетическую ситуацию расчетов по займу: Компания выплачивает сумму займа себе, например, переводя средства с одного счета в банке на другой. В результате на одном счете образуется минус в размере переведенных средств, а на другом – плюс в том же размере. При консолидации остатков по счетам совокупный эффект на денежную позицию компании ноль. Аналогично выглядели бы и бухгалтерские проводки: на одну и ту же величину сократились бы статьи «Краткосрочные обязательства» (пассивы) и «Прочие необоротные активы» (активы).

Перед SPO в Лондоне данные займы должны были быть погашены по следующим причинам:

- Присутствие данных займов на балансе усложняло понимание финансовой ситуации Компании (аналогом является математическая формула, которую можно упростить – если можно упростить, то нужно упрощать).
- Присутствие данных займов на балансе являлось бы «шлейфом» «закольцованной» корпоративной структуры группы, куда входила «Башнефть», а такое «историческое наследие» предъявлять инвесторам не целесообразно.

10. Какой экономический эффект должен был ждать «Башнефть» от публичного размещения после реорганизации?

ОАО «АНК «Башнефть» является публичной компанией, ее акции котируются на Московской бирже и РТС. На 2014 год был запланирован выход на Лондонскую биржу.

Формально (юридически) данное размещение должно было являться SPO, по своему экономическому смыслу – IPO, так как являлось бы полным «перезапуском» акции.

- Акции активно маркетируются, их узнаваемость повышается.
- Перед IPO на Лондонской биржей, которая является одной из самых серьезных биржевых площадок в мире, бизнес компании и ее отчетность приводятся в порядок: компания реструктурируется, переходит на международный стандарт отчетности, признанный в мире.
- Из-за жестких требований Лондонской биржи к допускаемым к листингу компаниям, повышается ликвидность акций. Лондонская биржа требует, чтобы процент акций, обращающихся на бирже, был не менее 25%, тогда как Московская допускает к листингу акции, если процент, находящийся в свободном обращении, составляет не менее 10%. Рост количества акций в свободном обращении обычно ведет к росту ликвидности.

Аналогичные размещения проводили в свое время «Сбербанк» и «НМТП» («Новороссийского морского торгового порта»). Депозитарные расписки «Сбербанка» начали котироваться на Лондонской бирже 1 июля 2006 года, акции НМТП – 1 ноября 2007 года. Перспективы роста цены акций ОАО «Башнефти» можно проиллюстрировать динамикой курса акций «Сбербанка» и «НМТП» перед IPO. Акции «Сбербанка» выросли в цене более чем в два раза, но они были более ликвидны, чем акции «НМТП». Акции «НМТП» выросли в цене более чем в 5 раз.

Рис. 4. Динамика акций «Сбербанка» на РТС перед SPO в Лондоне



Дата SPO

Источник: www.finam.ru

Рис. 5. Динамика акций НМТП на РТС перед SPO в Лондоне



Источник: www.finanz.ru

Суммируем преимущества выхода на Лондонскую биржу:

- Компания могла рассчитывать на рост котировок акций при выходе на Лондонскую биржу.
- Повышение капитализации компании, по сути, означает удешевление для нее привлечения акционерного капитала: за одну и ту же сумму компания расплачивается меньшей долей в капитале.
- Кроме того, IPO обычно облегчает доступ к долговому финансированию: тот пиар и повышение узнаваемости среди инвесторов, которое было достигнуто при IPO, можно использовать и для выхода на рынки капитала на более выгодных условиях.
- Публичность и наличие ликвидных акций позволило бы в будущем не упустить привлекательные возможности на рынке слияний и поглощений: у Компании имела бы на руках ликвидная «валюта» – собственные акции – которой можно было бы расплачиваться с продавцом при осуществлении сделок слияний и поглощений.

Можно утверждать, что аналогичный эффект мог ждать и ОАО «АНК «Башнефть». Так, Компания объявила о выходе на IPO в Лондоне в ноябре 2013 года, когда ее обыкновенные акции котировались по 2000 рублей, и на пике перед началом судебных разбирательств летом 2014 года выросли в цене примерно до 2600 рублей, то есть примерно на 30%. Капитализация «Башнефти» при этом возросла примерно на 100 млрд рублей.

Котировки нефтяных компаний обычно растут при росте цены на нефть, и важно отметить, что это не было эффектом роста нефтяных цен: они в данный период колебались в диапазоне от 90 до 100 долл. за баррель.

Так же нельзя утверждать, что рост цен акций произошел исключительно из-за улучшения финансового положения Компании: так, согласно отчетности по международным стандартам учета (IFRS) чистая прибыль за сравнимые периоды – 1 полугодие 2013 года и 1 полугодие 2014 года – увеличилась с 25,3 до 29,8 или на 18%, а чистая прибыль на одну акцию с 131,9 до 162 рублей или на 24,5%. При этом долгосрочные обязательства Компании возросли.

Рост капитализации компании в ходе подготовки к IPO и в результате такой подготовки можно считать экономическим эффектом от IPO. Таким образом, по мнению специалиста, экономический эффект от IPO составил бы не менее 100 млрд рублей, и скорее всего превысил эту сумму. Этим эффектом Компания поделилась бы со своими акционерами.

Чиркова Е.В.

Доцент факультета экономических наук
НИУ «Высшая школа экономики»

Приложение 1. Копии документов об образовании эксперта



ДИПЛОМ

КАНДИДАТА НАУК

КТ № 010290

Москва 21 июня 1985г.

Решением

Диссертационного совета

Московского гос. университета,

ул. М.В. Волоцкого.

от 16 октября 1985 г. № 1

Шурковой Евгении Владимировны
ПРИСУЖАЕНА УЧЕНАЯ СТЕПЕНЬ

КАНДИДАТА

экономических наук



Председатель диссертационного совета

Ученый секретарь

диссертационного совета

[Handwritten signature]