

ИННОВАЦИОННЫЕ ВАРИАНТЫ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ ПО ПРИВИЛЕГИРОВАННЫМ АКЦИЯМ

Пятницкий Д. В., д.э.н., доц., проф.

*Ивановский государственный политехнический университет,
г. Иваново, Российская Федерация*

Реферат. Рассмотрены имеющиеся и предложены новые варианты дивидендных выплат по префакциям. В целях финансового оздоровления и финансирования стартапов рекомендовано выпускать префакции с отложенными дивидендными выплатами. В порядке обсуждения предложены префакции с инверсной дивидендной ставкой. Показано, как увязать дивидендную долю чистой прибыли с уровнем долговой нагрузки компании путем эмиссии алгоритмических префакций. Новые варианты выплат повысят гибкость привилегированных акций для их эмитентов.

Ключевые слова: привилегированные акции, префакции, облигации, акции, обыкновенные акции, дивиденды, дивидендная ставка, привлечение капитала, префакции с участием.

В настоящее время российские компании переживают трудности, связанные с ограничениями в привлечении капитала. Одним из источников капитала являются привилегированные акции [2]. Варианты дивидендных выплат по префакциям имеют признаки купонных платежей по облигациям и дивидендов по обыкновенным акциям компаний. Исторически так получилось, что в России они ближе к обыкновенным акциям, за рубежом – к облигациям. Цель статьи – предложить новые варианты дивидендов по префакциям для повышения гибкости этого инструмента.

В зарубежных правовых системах существуют [4] привилегированные акции с фиксированной, с регулируемой (ARPS) и с аукционной ставкой дивидендных выплат, а также выделяют ремаркетируемые привилегированные акции. Префакции с фиксированными выплатами близки к доходным облигациям, проценты по которым выплачиваются только в случае, если компания заработала прибыль. Префакции с регулируемой (ARPS) и с аукционной ставкой дивидендных выплат являются аналогами облигаций, купонная ставка по которым пересматривается таким образом, чтобы их цена постоянно была равна номиналу. Цель поддержания цены облигаций вблизи номинала превращается для префакций в задачу поддержания текущего курса на уровне их эмиссионной цены. Выплаты по префакциям с фиксированной ставкой представляют дополнительный риск для эмитента, поскольку в случае снижения процентных ставок бремя неизменных дивидендов не снижается. В начале 80-х годов прошлого века процентные ставки возросли настолько, что обострилась необходимость инструмента, защищающего эмитента в случае их неизбежного падения. Поэтому в 1982 году в США впервые появились префакции с регулируемой ставкой дивидендных выплат. Такие префакции призваны уменьшить процентный риск как инвестора, так и эмитента. Дивиденд по таким префакциям привязывается к базисной ставке и меняется, как правило, один раз в квартал, не выходя при этом за установленную нижнюю и верхнюю границу (коридор) доходности. В качестве базисной ставки принимается обычно максимальная из ставок по 3-месячным казначейским векселям, по 10-летним и 30-летним бумагам с фиксированным сроком погашения. Поскольку колебания процента сильнее отражаются на курсе бессрочных бумаг, чем бумаг с конечным сроком погашения, то при установлении дивиденда по привилегированным акциям с регулируемой ставкой делается скидка от базисной ставки. Например, дивидендная ставка префакций может составлять 85 % базисной ставки. Скидка может быть выражена также в форме спреда доходности (например, базисная ставка – 5 %, спред – 1,5 %, регулируемая дивидендная доходность – 3,5 % (5,0–1,5)). Процедура назначения регулируемой ставки дивидендных выплат не учитывает возможное изменение кредитного риска эмитента. Курс привилегированных акций упадет, если кредитный рейтинг эмитента ухудшится, а формула установления ставки регулируемого дивиденда остается неизменной [1]. Помочь решить эту проблему (недопущения падения курса) должны были появившиеся в 1984 году [1] в США префакции с аукционной дивидендной ставкой. Эта

ставка переустанавливается регулярно (например, через 28 или 49 дней) с помощью голландского аукциона, участники которого состоят из потенциальных и текущих держателей префакций. Однако если число покупателей мало, то возникает проблема ликвидности. В России префакции облигационного типа, практикуемые в зарубежных правовых порядках, распространения пока еще не получили [3]. В Республике Беларусь имеются префакции, являющиеся аналогами (в первом приближении) префакций (ARPS) с регулируемой ставкой дивидендных выплат: владельцы префакций ОАО «АСБ Беларусбанк» второго типа имеют право на получение части прибыли банка в виде дивидендов в размере действующей на момент принятия решения о выплате дивидендов ставки рефинансирования Национального банка Республики Беларусь от номинальной стоимости акции.

Компании предпочитают эмиссию облигаций выпуску префакций из-за налоговых преимуществ долговых бумаг, ограничений максимальной доли префакций в уставном капитале компании (50 % в мировой практике и 25 % в Беларуси и России) и большей гибкости бондов. Гибкость облигаций как инструмента привлечения капитала обусловлена, в частности, многочисленными вариантами назначения купонной переменной ставки. В связи с этим представляется целесообразным и по префакциям расширить линейку выбора вариантов дивидендных выплат.

В целях финансового оздоровления для снижения долгового бремени или в условиях ограниченных чистых денежных поступлений компаниям целесообразно выпускать наряду с облигациями с отсроченным купоном (на 3–7 лет) также и префакции с отложенными на аналогичный период дивидендными выплатами. Формы отсрочивания дивидендных выплат могут быть подобны вариантам отсрочивания купонных платежей: откладывание начала дивидендных выплат или ступенчатое их повышение [1]. По префакциям с отсроченным дивидендом в течение начального периода (от трех до семи лет, как по подобным облигациям) дивиденд не выплачивается вообще, а после его окончания могут быть различные варианты выплат. По префакциям со ступенчато растущим дивидендом дивиденды выплачиваются, но ставка дивидендных выплат очень низкая в течение начального периода, а затем растет (с «пошаговым» или ступенчатым повышением) до более высокого значения. Выпуск префакций с описанной выше схемой дивидендных выплат особенно показан для финансирования стартапов. Эмитент использует их для финансирования проекта, по которому ожидается вполне определенная схема поступления денежных средств. Напротив, для преуспевающих компаний возможен выпуск префакций (по аналогии с облигациями смешанного типа), по которым выплачивается дивиденд по переменной, но не растущей, как описано выше, а снижающейся ставке в течение прогнозного периода и по фиксированной ставке в последующем.

В ряде случаев для привлечения средств на капитальные инвестиции компаниям целесообразно выпускать префакции с инверсной дивидендной ставкой. Дивидендная ставка по префакции с инверсной ставкой определяется как разность некой фиксированной ставки и произведения заданного коэффициента на базовую ставку. В качестве базовой ставки может быть выбрана ставка типа LIBOR. При изменении базовой ставки дивиденд по префакциям с обратной плавающей ставкой изменится в противоположном направлении. Если базовая ставка снизится до нуля, то по префакции будет выплачена фиксированная (максимальная) ставка. Эмиссия префакций с инверсной ставкой снизит риск компаний, привлечших заемный капитал с плавающей купонной ставкой. Однако если доходы компании снижаются вместе с падением рыночной ставки процента (как доходы Московской биржи), то наличие инверсных префакций в пассиве баланса усилит уменьшение доходов. Таковы варианты, основанные на подобию префакций и бондов.

Собственный капитал ряда российских компаний включает префакции (приватизационные префакции), выпущенные в связи с приватизацией 90-х, по которым первоначально предусматривалось направление на дивидендные выплаты 10 % чистой прибыли при условии, что их доля в уставном капитале составляет 25 %. Если доля префакций в уставном капитале ниже 25 %, то и доля чистой прибыли, направляемая на дивиденды, пропорционально ниже 10 %. Например, по префакциям АО «Сугрутнефтегаз» доля дивидендов в чистой прибыли зависит от доли этих бумаг в уставном капитале компании. В некоторых компаниях порядок расчета дивидендов по приватизационным префакциям изменился. Теперь на эти цели выделяется не зависящий от доли префакций в уставном капитале определенный процент чистой прибыли (например, 20 % у Мечела, 10 %

у Ленэнерго). Это привилегированные акции с фиксированной не ставкой, а долей дивидендных выплат из прибыли. Такие префакции подобны акциям, а также облигациям с участием, купон которых привязан к прибыли предприятия. Процент по таким облигациям складывается из фиксированной и дополнительной части. Сумма дополнительных выплат, а это может быть основная их часть, зависит от какого-либо показателя прибыли компании.

Следует различать привилегированные акции «участвующие» и «с участием». Участвующие префакции дают право голоса на собрании акционеров, а префакции с участием дают право на получение дополнительного дивиденда сверх гарантированного нижнего предела. Наиболее распространена практика доначисления величины дивидендов по префакциям до их размера по обыкновенным акциям (если по последним дивиденд больше, чем по привилегированным активам). Для большинства российских компаний по акциям и префакциям фактически предусматриваются равные дивидендные выплаты (хотя формально по таким префакциям установлена нижняя граница дивидендных выплат). Такие префакции с позиций миноритариев мало чем отличаются от обыкновенных акций. Для них это эквивалентные (равнодивидендные) префакции.

Итак, в России префакции по способу начисления дивидендов близки в основном к акциям. Поэтому представляется целесообразным расширить линейку выбора вариантов начисления дивидендов и в этом направлении. На выплату дивидендов по префакциям выделяется определенная фиксированная доля чистой прибыли. Это может оказаться весьма обременительно при росте долговой нагрузки и инвестиционных расходов компании. Для повышения гибкости можно определять дивидендную долю чистой прибыли, увязав ее с уровнем долговой нагрузки компании, используя опыт дивидендного соглашения по обыкновенным акциям ГМК АО «Норильский никель». Здесь есть варианты выбора базы дивидендных выплат. В качестве такой базы может быть выбрана не только чистая прибыль, но также и другие показатели финансовых результатов (EBIT, EBITDA) или денежных потоков. Например, если отношение чистого долга компании к EBITDA ниже 1,0, то из чистой прибыли выплачивается сумма, равная 15 %, если выше 2,0, то 7 % от EBITDA. В иных случаях этот процент должен пропорционально меняться от минимального до максимального значения (от 7 % до 15 % в нашем случае). Префакции, по которым доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов по ним, не декларируется, как по префакциям с фиксированной долей выплат, а зависит от каких-либо текущих параметров (степени долговой нагрузки, EBITDA и т. д.), назовем алгоритмическими.

Когда возможности реинвестирования чистой прибыли ограничены, а доходность проектов недостаточно высока, для того чтобы профинансировать их без повышенного риска с помощью облигаций, тогда могут подойти префакции как более приемлемый путь. Для расширения использования префакций как инструмента финансирования деятельности компании требуется их большее, чем сейчас, разнообразие, повышение гибкости. Это позволит эмитенту выбрать для финансирования своей инвестиционной программы наиболее подходящий инструмент.

Список использованных источников

1. Рынок ценных бумаг: учебник для вузов / Н. И. Берзон [и др.]; под общей редакцией Н. И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2024. – 514 с.
2. Пятницкий, Д. В. Влияние префакций российских компаний на уровень и эффект финансового рычага/ Д. В. Пятницкий // Экономический анализ: теория и практика. – 2015. – № 10 (409). – С. 2–15.
3. Пятницкий, Д. В. Префакции на постсоветском пространстве: правовой ракурс / Д. В. Пятницкий // Материалы докладов 50 Международной научно-технической конференции преподавателей и студентов, посвященной году науки. В 2 т. Т 1. – Витебск : УО ВГТУ, 2017. – С. 102–104.
4. Сахарова, Ю. В. Виды акций и их правовой режим в зарубежном законодательстве / Ю. В. Сахарова // Вестник РГГУ: Серия «Экономика. Управление. Право». – 2023. – № 1. – С. 133–143.