

УДК 336.64

DOI: 10.24412/1998-5533-2026-1-32-38

**Разработка комплекса ковенантов для компаний,
финансируемых с использованием мультиголосующих акций****Восканян Роза Оганесовна**

Кандидат экономических наук,
доцент кафедры финансов устойчивого развития
Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова
(Москва)

В настоящее время мультиголосующие акции представляют собой относительно новый инструмент финансирования деятельности международных компаний на российском финансовом рынке, что обуславливает необходимость разработки инструментария управления рисками, с которыми сталкиваются инвесторы при выборе таких компаний в качестве объекта инвестиций. Цель исследования заключается в разработке комплекса ковенантных условий для повышения предсказуемости действий владельцев мультиголосующих акций и снижения информационной асимметрии на финансовом рынке.

Научная новизна работы состоит в создании универсального ковенантного комплекса, разделенного на три группы, который может использоваться в разных вариациях, что позволяет определить его как универсальный вспомогательный инструмент разработки финансовой стратегии компании. Применение комплекса на практике должно способствовать долгосрочным инвестициям в собственный капитал компаний, снижению уровня волатильности цен на акции и повышению уровня доверия к компаниям, финансируемым посредством мультиголосующих акций.

Ключевые слова: инвестор, ковенантные условия, собственный капитал, финансирование, финансовый инструмент, ценная бумага

Для цитирования: Восканян Р.О. Разработка комплекса ковенантов для компаний, финансируемых с использованием мультиголосующих акций // Вестник экономики, права и социологии. 2026. № 1. С. 32–38. DOI: 10.24412/1998-5533-2026-1-32-38.

Мультиголосующие акции – относительно новый инструмент формирования собственного капитала, который с 2022 г. стал доступен на российском финансовом рынке только международным компаниям. Своевременность решения российского регулятора об обращении мультиголосующих акций сложно переоценить. Ухудшение макроэкономической конъюнктуры предопределило редомициляцию компаний, основанных с использованием российского капитала на территории России, однако зарегистрированных в иностранных юрисдикциях. Ряд компаний завершает редомициляцию в форме международных компаний

(далее – МК), в т.ч. регистрируются в форме международных публичных акционерных обществ (далее – МКПАО). В качестве иллюстрации приведем перечень компаний, чьи обыкновенные акции обращаются на Московской бирже: ВК, «Лента», ОК, «РУСАЛ», «ТКС Холдинг», «Хэдхантер», «ЭН+ Групп», «Яндекс», «Озон». Теоретически будучи МКПАО вышеперечисленные компании могут использовать мультиголосующие акции как инструмент привлечения внешнего финансирования.

Российский законодатель предусмотрел, что мультиголосующая акция – тип долевой ценной

бумаги, т.е. и обыкновенная, и привилегированная акция предоставляют владельцу капитала более одного голоса на акцию, если подобное предусмотрено уставом организации. Одновременно с этим, одно из свойств мультиголосующих акций заключается в том, что они не обращаются на фондовом рынке. Пока на российском финансовом рынке отсутствует требование о раскрытии информации о наличии мультиголосующих акций в структуре собственного капитала компании. В данных обстоятельствах акционеры МКПАО, которые включают мультиголосующие акции в структуру собственного капитала, сталкиваются с повышением асимметрии информации.

Во-первых, асимметрия информации возрастает ввиду отсутствия у акционеров информации о характеристиках долевых ценных бумаг, не обращающихся на фондовой бирже. Во-вторых, даже если информация о наличии мультиголосующих акций раскрывается, отличительные свойства данной ценной бумаги не обязательны к публикации.

Поскольку на российском рынке еще не сложилась практика обращения мультиголосующих акций, для иллюстрации рассмотрим компанию *Alphabet*, входящую в пятерку публичных акционерных обществ с самой высокой капитализацией по состоянию на осень 2024 г. В годовом отчете компании за 2023 г. отмечается, что акции класса В предоставляют владельцам 10 голосов на акцию, акции класса А – один голос на акцию и акции класса С – ни одного голоса. При этом основатели компании – Л. Пейдж и С. Брин – обладали порядка 86,5 % акций класса В, что обеспечивало на конец декабря 2023 г. около 51,5 % от всех прав голоса, учитываемых на общем собрании акционеров [1, р. 20]. В отчете также отмечается, что всего 59 инвесторов обладают мультиголосующими акциями компании *Alphabet*. Однако отчет не содержит информации о сроке обращения данных акций, условиях конвертации, особенностях дивидендной политики и т.д.

Обозначенные вопросы могут быть урегулированы посредством разработки релевантной нормативно-правовой базы. В США она существует, однако в каждом штате своя. На российском финансовом рынке в отсутствие оной международные компании могут предусмотреть дополнительные права и обязанности участников уставного капитала в уставе организации и (или) обратиться к такой правовой конструкции как ковенант, т.е. к дополнительному условию договора, например корпоративного договора или договора о купле-продаже ценной бумаги.

В этой связи автором предпринимается попытка разработки комплекса ковенантов для компаний, финансируемых с использованием мультиголосующих акций с целью снижения уровня неопределенности для инвесторов, не владеющих мультиголосующими акциями, и повышения уровня доверия к финансовому рынку.

Основное требование к содержанию комплекса ковенантов

Экономическая сущность мультиголосующих акций предопределяет возможность разработки комплекса ковенантов на основании выявленных отличительных черт рассматриваемого финансового инструмента. Наше предположение заключается в том, что из-за отсутствия детализированного нормативно-правового регулирования и правоприменительной практики по вопросу обращения мультиголосующих акций на российском финансовом рынке задача по формированию комплекса условий, дополняющих реализацию финансовой стратегии компаний, финансируемых с использованием мультиголосующих акций, ложится на руководителей компаний. Комплекс должен определять границы возможностей владельцев мультиголосующих акций таким образом, чтобы сохранялся баланс между:

1. Интересами владельцев мультиголосующих акций, побуждающих их сохранять статус долгосрочных инвесторов в собственный капитал компании и занимать активную позицию при обсуждении стратегических решений, принимаемых общим собранием акционеров.

2. Интересами владельцев немультиголосующих акций, побуждающих их сохранять ценные бумаги в инвестиционном портфеле и занимать менее активную позицию при рассмотрении решений, принимаемых общим собранием акционеров, доверяя знаниям и навыкам держателей мультиголосующих акций.

Тогда основное требование к комплексу ковенантов для компаний, финансируемых мультиголосующими акциями, состоит в формировании условий, стимулирующих участников уставного капитала сохранять позицию убежденного инвестора.

Иностранные ученые отмечают, что убежденный инвестор сохраняет долю владения в компании, несмотря на отсутствие текущих доходов, и проявляет терпимость к временным неудачам объекта инвестиций, рассчитывая на долгосрочный успех [2]. Следовательно, на микроуровне комплекс ковенантов должен содействовать привлечению долгосрочных инвестиций и снижению колебаний цен на акции компании. На макроуровне распространение комплекса ковенантов среди ряда компаний должно способствовать снижению волатильности на рынке долевых ценных бумаг и повышению уровня доверия инвесторов к МКПАО, включающих в структуру капитала мультиголосующие акции.

Комплекс ковенантов

Предлагаемый нами комплекс ковенантов для компаний, финансируемых с использованием мультиголосующих акций, носит концептуальный характер (рис. 1). Предполагается, что элементы комплекса в форме ковенантных условий могут применяться отдельно друг от друга с индивидуальными на-

стройками, позволяющими обеспечить достаточный уровень гибкости при разработке финансовой стратегии и вместе с тем, способствовать снижению уровня асимметрии информации.

Первая группа ковенантных условий состоит из элементов, определяющих влияние владельцев мультиголосующих акций на принятие решений в рамках общего собрания акционеров. На наш взгляд, данная группа ковенантов базовая, поскольку демонстрирует заинтересованность владельцев мультиголосующих акций в сохранении контроля над принятием стратегических решений. Также данная группа ковенантов сигнализирует участникам рынка о сохранении выбранного курса управления компанией и снижении вероятности кардинальных изменений в стратегическом подходе к осуществлению операционной деятельности, повышая тем самым предсказуемость результатов компании, определяемых внутренними факторами.

Установление верхней границы доли голосов, принадлежащих владельцам мультиголосующих акций, важно при разработке финансовой стратегии компании. Операции дополнительной эмиссии или обратного выкупа акций в данном случае следует проводить с учетом того, что установленная верхняя граница не будет нарушена.

Обеспечить выполнение данного условия возможно путем установления ковенантов. Например, путем установления предельного значения коли-

чества голосов на одну мультиголосующую акцию (негативный, запретительный ковенант) и (или) предоставления возможности или, напротив, запрета на увеличение количества голосов за счет приобретения и (или) конвертации иных финансовых инструментов в акции компании. Тогда в зависимости от выбранной формулировки ковенант станет позитивным (разрешительным) или негативным.

Внесение в договор купли-продажи мультиголосующей акции ковенанта о возможности (запрете) приобретения и конвертации иных финансовых инструментов в акции релевантно при условии одновременного владения инвестором доли в собственном и заемном капитале компании.

Ковенанты получили распространение в банковском кредитовании. Когда кредитная организация одномоментно влияет на реализацию финансовой стратегии компании посредством банковских ковенантов и участия в общем собрании акционеров как владелец мультиголосующих акций, влияние кредитной организации становится значимым. С одной стороны, участники рынка могут рассматривать это как дополнительный фактор повышения инвестиционной привлекательности компании, финансируемой с использованием мультиголосующих акций: институциональный инвестор владеет большим объемом информации и способен корректнее оценивать присутствие компании риски ввиду позиции квалифицированного инвестора и даже маркет-мейкера. С другой стороны, конкретный институциональный инвестор осуществляет преобладающий контроль над компанией и способен ограничивать объемы привлечения внешнего капитала от иных участников финансового рынка, сокращая тем самым уровень диверсификации привлекаемых источников финансирования.

Вторая группа ковенантных условий состоит из элементов, предопределяющих влияние реализации владельцами мультиголосующих акций «права выхода» [3], т.е. выхода из уставного капитала компании посредством продажи доли участия.

В первую очередь определение условий выхода владельцев мультиголосующих акций из уставного капитала определяется сроком обращения ценной бумаги. В отдельных странах (Индия, Индонезия и Южная Корея) предельный срок обращения мультиголосующих акций ограничивается регулятором финансового рынка и составляет

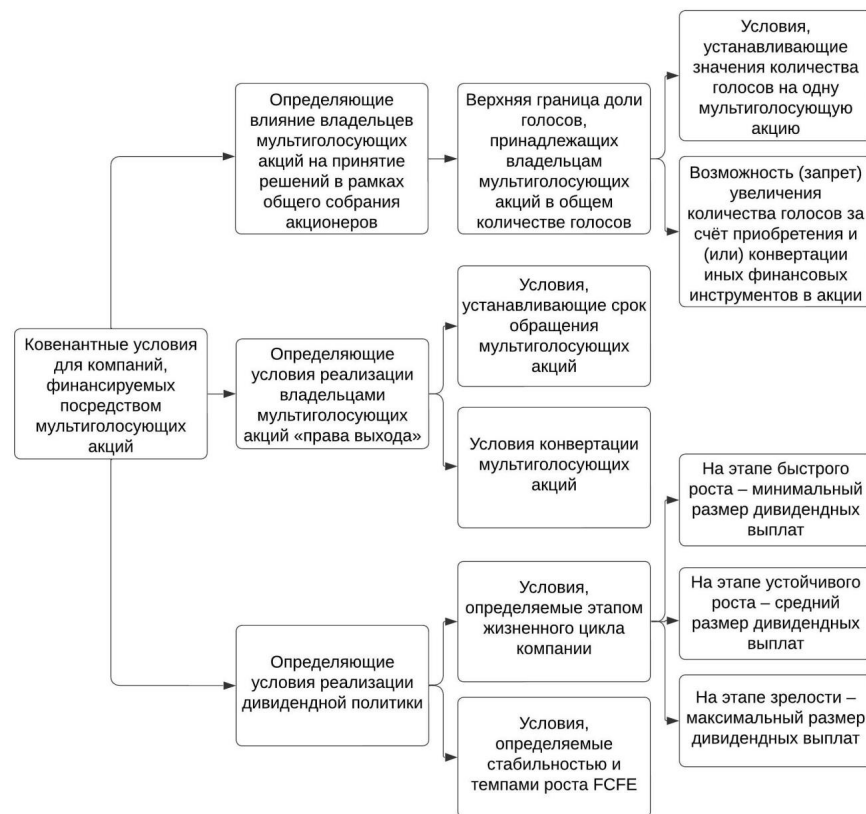


Рис. 1. Комплекс ковенантов для компаний, финансируемых посредством мультиголосующих акций

Источник: составлено автором.

10 лет. В других странах, например, в Сингапуре, Китае, как и в России, срок обращения мультиголосующих акций законодательно не ограничен. Следовательно, период обращения мультиголосующих акций компаний может быть определен руководством компании исходя из стратегических задач.

Законодательное ограничение срока обращения мультиголосующих акций обусловлено двумя положениями.

Во-первых, предполагается, что при достижении определенного этапа жизненного цикла компании владелец мультиголосующей акции, будучи автором предпринимательской идеи, потеряет активный интерес к компании и сконцентрируется на новых инвестиционных проектах. Это приведет к снижению вовлеченности инвестора в деятельность компании и уменьшению значимости его «активности» на общем собрании акционеров.

Во-вторых, предполагается, что ограничение срока обращения мультиголосующих акций повышает уровень определенности на финансовом рынке. Участники уставного капитала имеют четкое представление о том, когда владельцы мультиголосующих акций перестанут быть таковыми и прекратят оказывать мажоритарное влияние на определение стратегического развития компании. Данная информация позволяет владельцам других долевых ценных бумаг принимать более взвешенные инвестиционные решения в отношении акций компании.

Как отмечалось ранее, в ряде стран отсутствует законодательное ограничение срока обращения мультиголосующих акций. В таких случаях участники рынка корректируют условия обращения мультиголосующих акций. Например, в США мультиголосующие акции не ограничены сроком обращения, однако венчурные инвесторы ковенантными условиями ограничивают возможность предпринимателей работать в иных компаниях этого же сектора экономики во время владения акциями и некоторый период после выхода из бизнеса [4, р. 292]. Заметим, что приведенный пример негативного ковенанта вступает в противоречие с российским законодательством и не будет иметь юридической силы, однако удачно иллюстрирует желание венчурных инвесторов управлять уровнем риска со стороны конкурентов, лишая возможности переманить создателя предпринимательской идеи. Вместе с тем венчурные инвесторы подталкивают автора предпринимательской идеи к сохранению доли в уставном капитале и продолжению активной работы для повышения рыночной стоимости компании.

Российский регулятор, не ограничивая срок обращения мультиголосующих акций, предоставил участникам рынка свободу в принятии управленческих решений, связанных с разработкой финансовой стратегии компании.

Отсутствие ковенантов, устанавливающих срок обращения мультиголосующих акций, привлекательно для семейных компаний и для сторонних инвесторов, желающих занять позицию инвестора, не участвующего в общем собрании акционеров. Напротив, наличие дополнительных пунктов в уставе или ковенантов, ограничивающих срок обращения мультиголосующих акций, сигнализирует рынку, что помощь авторов предпринимательской идеи нужна до момента, когда компания выйдет на устойчивый рост.

Оба сценария предоставляют участникам рынка большой выбор при формировании инвестиционного портфеля с участием ценных бумаг компаний, финансируемых мультиголосующими акциями.

Применение ковенантов, определяющих условия конвертации мультиголосующих акций, релевантно для непубличных МК. В подтверждение данного тезиса отметим, что российским законодательством предусмотрено, что в случае МКПАО «акция, предоставляющая более одного голоса, конвертируется в акцию иной категории (типа), предоставляющую один голос», и в случае непубличных МК применяются те же условия, «если иное не предусмотрено уставом такой международной компании» [5].

Представляется возможным применение непубличными МК ковенантов, аналогичных требованию законодателя по отношению к МКПАО, при рассмотрении возможности размещения акций на фондовой бирже. Предположим, что мультиголосующая акция конвертируется в обыкновенную по причине заключения сделки купли-продажи. Так как номинальная стоимость акций общества одинакова, то коэффициент 1 представляется справедливым.

Но, если мультиголосующая акция конвертируется в обыкновенную по причине установленного ограничения срока обращения и ее владелец не планирует выходить из бизнеса (актуально для семейных компаний), установление коэффициента свыше единицы отвечает интересам владельца мультиголосующей акции. Ввиду вышеизложенного замечания об одинаковой номинальной стоимости всех категорий акций, предпочтительно не повышать коэффициент конвертации, а предусмотреть возможность дополнительного выпуска акций и предоставить владельцам мультиголосующих акций непубличных МК приобрести их в первоочередном порядке. Такой сценарий позволит компании, во-первых, привлечь дополнительные объемы долевого финансирования, что положительно скажется на финансовой устойчивости, и, во-вторых, подать сигнал рынку, что владельцы мультиголосующих акций все еще рассматривают ценные бумаги компании как инвестиционно-привлекательный актив.

Третья группа ковенантных условий состоит из элементов, определяющих условия реализации дивидендной политики компании, финансируемой мультиголосующими акциями.

Российское законодательство предусматривает, что объем прав владельцев обыкновенных и привилегированных акций разных типов, «в том числе в части очередности выплаты и (или) размера объявляемых дивидендов, очередности выплаты и (или) размера стоимости имущества, выплачиваемого при ликвидации международной компании, указывается в уставе международной компании» [5].

Теоретически владелец мультиголосующей привилегированной акции может отказаться от дивидендов в пользу общества, однако российское законодательство не содержит алгоритма подобной операции, поэтому подобные ковенантные условия могут включаться в корпоративный договор. На практике дивидендные выплаты, перечисленные акционеру, принявшему решение отказаться от них в пользу общества или иных лиц, облагаются налогом. Поэтому владельцам привилегированных мультиголосующих акций целесообразнее на общем собрании акционеров инициировать решение об отказе выплаты дивидендов за конкретный финансовый период в пользу реинвестиций для стимулирования роста стоимости компании и не применять негативные ковенантные условия, лишаящие возможности получать дивиденды в будущем.

Если в уставе общества не определен размер дивиденда по привилегированным акциям, то владельцы привилегированных акций «имеют право на получение дивидендов наравне и в равном размере с владельцами обыкновенных акций» [6].

Вышеизложенное обуславливает возможность применения ковенантных условий, определяющих условия реализации дивидендной политики, одновременно для обыкновенных и привилегированных акций с множеством голосов.

Как правило, владельцы различных категорий акций получают одинаковые дивиденды. Иной прецедент сформировался на индийском рынке. В июле 2023 г. владельцы обыкновенных акций *Tata Motors* получили дивиденды в размере 2 рупии на акцию, владельцы мультиголосующих акций – 2,1 рупии на акцию; в июле 2024 г. владельцы обыкновенных акций получили 3 рупии на акцию, мультиголосующих – 3,1 рупии на акцию. Большой размер дивидендных выплат владельцам мультиголосующих акций обусловлен тем, что устав компании предусматривает предоставление 1 голоса на 10 мультиголосующих акций [7].

Поскольку индийская практика не получила широкого распространения на мировом финансовом рынке, представляется важным для российских компаний предусмотреть общее условие, согласно которому размер дивидендных выплат по всем типам акций различных категорий будет одинаков. Подобное условие снизит уровень неопределенности для инвесторов, заинтересованных в получении дивидендных выплат.

Корпоративный договор может быть дополнен частными условиями в виде финансовых ковенантов позитивного или негативного характера. 80-90-е гг. XX в. на американском рынке характеризовались тенденцией сокращения дивидендных выплат как по обыкновенным, так и по привилегированным акциям, поскольку это был один из самых распространенных негативных ковенантов, используемых кредитными организациями при заключении кредитного договора [8, p. 1423].

Владельцы немультиголосующих акций могут быть заинтересованы во внесении в корпоративный договор ковенантов о начале осуществления дивидендных выплат по мультиголосующим акциям после достижения компанией определенного этапа жизненного цикла. Например, на этапе быстрого роста, когда начальный этап уже позади, а выручка и операционный доход быстро растут. Увеличение размера дивидендных выплат возможно при достижении этапа устойчивого роста, оцениваемого по тенденциям к снижению уровня операционного риска, более предсказуемым значениям денежных потоков и т.д. В данном сценарии дивиденды по мультиголосующим акциям рассматриваются как вознаграждение за эффективное принятие решений на общем собрании акционеров в течение продолжительного периода, позволившего компании выйти на показатели устойчивого роста.

Таким образом, сохраняется паритет интересов участников уставного капитала. Владельцы мультиголосующих акций отказываются от дивидендов в пользу будущего наращивания благосостояния за счет роста стоимости компании, отчасти контролируемого ими в рамках принятия решений на общем собрании акционеров. Владельцы немультиголосующих акций сохраняют акции компании в своем инвестиционном портфеле, рассчитывая на будущее повышение стоимости ценных бумаг, доверяя держателям мультиголосующих акций.

Подобного паритета интересов, снижающего волатильность цен акций компании, можно достичь и иначе. Дивидендные выплаты осуществляются из свободного денежного потока на собственность (*FCFE*) [9, с. 497], за исключением частных случаев по привилегированным акциям. Тогда возможно внесение в корпоративный договор финансового ковенанта, определяющего границы дивидендных выплат по мультиголосующим акциям после достижения *FCFE* стабильных темпов роста на протяжении нескольких отчетных периодов. Такой ковенант может получить большее распространение на российском рынке, т.к. ряд публичных акционерных обществ ориентируется на показатель свободного денежного потока (*FCF*) при принятии решений в области дивидендной политики. Как пример – «Сеgezа», *НЛМК*, *ММК*, «Лукойл», «Северсталь» – компании, чьи официальные сайты раскрывают

информацию об использовании значений *FCF* в качестве основного критерия распределения дивидендных выплат.

Заключение

Финансовая стабильность во многом определяется объемом долгосрочных инвестиций в уставный капитал частных компаний. Макроэкономическая цель достижения финансовой стабильности предполагает решение задачи по снижению волатильности на фондовом рынке. Предполагаем, что решения на микроуровне способны содействовать решению данной задачи, в т.ч. путем разработки дополнительных условий реализации финансовой стратегии компаний.

Экономическая сущность долевых ценных бумаг определяет необходимость снижения неопределенности для инвесторов по вопросам принятия стратегических решений на общем собрании акционеров, условий реализации инвесторами «права на выход», а также осуществления дивидендной политики. Последняя представляет собой отдельное направление финансового менеджмента, однако тесно связана с финансовой политикой компании.

Внесение ковенантных условий в корпоративные договоры и (или) договоры купли-продажи долевых ценных бумаг, а также раскрытие этой информации позволит снизить уровень асимметрии информации и, благодаря более предсказуемой реализации финансовой стратегии компании, способствовать снижению волатильности цен на акции.

Разработанный в статье комплекс ковенантов для компаний, финансируемых с помощью мультиголосующих акций, можно использовать как базовый шаблон создания индивидуального комплекса ковенантных условий.

Предполагаем, что комплекс представляет интерес не только для руководства компании, перед которым стоит задача выбора источников финансирования, но и для институциональных инвесторов, стремящихся снизить уровень инвестиционного риска посредством большего участия в управлении объектом инвестиций.

Подводя итог, отметим, что в условиях нестабильной конъюнктуры и значительного дестабилизирующего влияния внешних факторов углублённая проработка внутренних условий реализации финансовой стратегии компании способствует снижению неопределенности на финансовом рынке.

Литература:

1. Alphabet 2023 Annual Report. Part I. P. 20. URL: <https://abc.xyz/assets/52/88/5de1d06943cebc569ee3aa3a6ded/goog023-alphabet-2023-annual-report-web-1.pdf>
2. Connelly B.L., Shi W., Hoskisson R.E., Koka B.R. Shareholder Influence on Joint Venture Exploration // *Journal of Management*. 2018. Vol. 45. Iss. 8. P. 3178–3203.
3. Hirschman A.O. Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States. USA, Cambridge: Harvard University Press, 1970. 176 p.
4. Kaplan S.N., Stromberg P. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts // *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. 2000. № 7660. P. 281–315.
5. Федеральный закон от 14.07.2022 № 332-ФЗ (ред. от 19.12.2022) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // *СЗ РФ*. 2022. № 29 (ч. III), ст. 5299.
6. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 08.08.2024) // *СЗ РФ*. 1996. № 1. Ст. 1.
7. Ордов К.В. Дивидендные выплаты по мультиголосующим акциям: опыт Индии // *Банковские услуги*. 2024. № 11. С. 41–46.
8. DeAngelo H., DeAngelo L. Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms // *The Journal of Finance*. 1990. Vol. 45. № 5. P. 1415–31.
9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: учебно-практическое пособие. 11-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2021. 1316 с.

Development of a Set of Covenants for Companies Financed with Multi-Voting Shares

Voskanian R.O.

Plekhanov Russian University of Economics (Moscow)

Currently, multi-voting shares represent a relatively new instrument for financing the activities of international companies in the Russian financial market, which necessitates the development of risk management tools that investors face when choosing such companies as an investment object. The purpose of the study is to develop a set of covenant conditions to increase the predictability of the actions of owners of multi-voting shares and reduce information asymmetry in the financial market.

The scientific novelty of the work consists in creating a universal covenant complex, divided into three groups and can be used in different variations, which makes it possible to define it as a universal auxiliary tool for developing a company's financial strategy. The practical application of the complex should contribute to long-term investments in companies' equity, reduce stock price volatility, and increase confidence in companies funded through multi-voting shares.

Keywords: investor, covenants, equity, financing, financial instrument, security

