

# КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

Исследование подготовлено Центром экономических  
и финансовых исследований и разработок в Российской  
экономической школе  
(ЦЭФИР РЭШ)

Москва, 2011

Авторы текста:  
**Сергей Степанов**  
**Салават Габдрахманов**

Редакционный совет:  
**Сергей Гуриев**  
**Сергей Поршаков**  
**Сергей Степанов**

Авторы выражают благодарность профессору экономики и финансов Свободного университета Брюсселя **Марко Бехту**, представителю Российской Федерации в Совете директоров Европейского банка реконструкции и развития **Денису Морозову** и заместителю директора, аналитическому руководителю Службы рейтингов корпоративного управления рейтингового агентства Standard & Poor's **Олегу Швыркову** за ценные советы и комментарии при подготовке исследования.

В работе над исследованием в качестве ассистентов принимали участие **Игорь Белик**, **Владимир Гусев**, **Роман Никифоров** и **Галина Редькина**.

Исследование посвящено анализу корпоративных конфликтов в современной России и за рубежом. В нем разбираются основные типы конфликтов, причины их возникновения и последствия, а также проводится сравнение конфликтов в России с конфликтами в США и Западной Европе. В качестве специальных «кейсов» в работе подробно анализируются два наиболее резонансных корпоративных конфликта, протекающие на данный момент в России: в ТНК-ВР и в ГМК «Норильский никель». Изучаются причины обоих конфликтов, методы противоборствующих сторон, формулируются выводы и обсуждаются возможные сценарии их урегулирования.

ISBN 978-5-91491-034-8

© Национальный совет по корпоративному управлению, 2011  
© Оформление. Проектное бюро «Легайн», 2011

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение  
(5)

### Раздел 1 КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В США (13)

- 1.1. Акционеры-активисты  
(15)
- 1.2. Роль судов в корпоративных конфликтах  
(21)

### Раздел 2 КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В КОНТИНЕНТАЛЬНОЙ ЕВРОПЕ (25)

- 2.1. Конфликты между миноритарными и контролирующими акционерами  
(27)
- 2.2. Акционерные иски в континентальной Европе  
(29)
- 2.3. Наличие нескольких крупных акционеров в компании: «плюсы» и «минусы»  
(31)
- 2.4. Роль государства и работников компании в корпоративных конфликтах  
(33)
- 2.5. Акционеры-активисты в Европе  
(37)

### Раздел 3 КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В РОССИИ (41)

- 3.1. Корпоративное управление и кризис  
(43)
- 3.2. Разновидности корпоративных конфликтов в российских компаниях  
(44)
- 3.3. Конфликты типа «миноритарий против мажоритарного акционера» в частных компаниях  
(45)

- 3.4. Координация действий миноритариев (51)
- 3.5. Миноритарии против госкомпаний (52)
- 3.6. Акционерный активизм по-русски. Роль СМИ (54)
- 3.7. Конфликты между крупными неконтролирующими акционерами (59)
- 3.8. Влияние конфликта на деятельность компании (62)
- 3.9. Выводы (66)

## Раздел 4

### КОНФЛИКТ АКЦИОНЕРОВ ТНК-ВР

(69)

- 4.1. История конфликта (70)
- 4.2. Причины конфликта (78)
- 4.3. Методы сторон (83)
- 4.4. Последствия конфликта (87)

## Раздел 5

### КОНФЛИКТ В ГМК «НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ»

(95)

- 5.1. Краткая история конфликта (96)
- 5.2. Причины конфликта (102)
- 5.3. Методы борьбы (121)
- 5.4. Возможные сценарии разрешения конфликта (131)
- 5.5. Предложения по совершенствованию практики корпоративного управления (134)

## ВВЕДЕНИЕ

(5)

В данном исследовании под «корпоративным конфликтом» мы будем понимать открытое противостояние, в которое вовлечены две или более сторон из числа акционеров, менеджеров, членов совета директоров и, в случае поглощения, потенциальный поглотитель.

Первые две части исследования посвящены корпоративным конфликтам в США и Европе. В них рассматриваются причины, типы и способы разрешения корпоративных конфликтов, а также их последствия для компаний. В третьей части исследования проанализированы особенности корпоративных конфликтов в России и их отличия от зарубежных аналогов. В четвертой и пятой частях подробно разбираются два наиболее резонансных корпоративных конфликта, протекающих сейчас в России: в ТНК-ВР и ГМК «Норильский никель».

Существуют две основные причины возникновения корпоративных конфликтов: расхождения во мнениях и расхождения в интересах сторон. Далеко не все конфликты возникают по причине какого-либо несоответствия интересов его участников. Значительная часть разногласий внутри совета директоров и между директорами и менеджментом происходит вследствие различий во мнении относительно оптимальной стратегии компании. Например, члены совета директоров могут совершенно

искренне придерживаются разных взглядов на то, какая стратегия способна максимально увеличить акционерную стоимость. Подобные конфликты решаются путем голосования либо на заседании совета директоров, либо на собрании акционеров. О большинстве таких разногласий мы узнаем крайне редко – будучи «внутренней кухней» компании, они не сопровождаются публичным выяснением отношений. Те корпоративные конфликты, что попадают в поле зрения СМИ, зачастую связаны с наличием конфликтов интересов.

Одним из наиболее известных примеров публичного корпоративного противостояния прошедшего десятилетия, в котором у противоборствующих сторон отсутствовали видимые конфликты интересов, является конфликт 2002 г. в компании Hewlett-Packard между тогдашним гендиректором Карли Фиориной (Carly Fiorina) и акционерами-членами семей Хьюлетт и Паккард относительно слияния с компанией Compaq. При этом Вальтер Хьюлетт (Walter Hewlett) еще и входил в совет директоров Hewlett-Packard<sup>1</sup>. Карли Фиорина считала слияние с Compaq стратегически верным решением, тогда как Вальтер Хьюлетт и Дэвид Паккард (David Packard) придерживались иной точки зрения. Конфликт разрешился цивилизованным путем на собрании акционеров, где Карли Фиорина выиграла с минимальным перевесом: 51,4% голосов «за» и 48,6% голосов «против»<sup>2</sup>.

В целом корпоративные конфликты, вне зависимости от того, вызваны они конфликтами интересов или простой разницей во мнениях, по типам разногласий можно разделить следующим образом:

<sup>1</sup> Не слишком явные конфликты интересов в этой истории все же могли быть. Так, на каком-то этапе конфликта Вальтер Хьюлетт утверждал, что слияние с Compaq принесет Фиорине существенное увеличение в вознаграждении. С другой стороны, такая гигантская сделка потенциально несла в себе существенные риски для Hewlett-Packard, а члены семей и их благотворительные фонды, будучи достаточно крупными акционерами, могли относиться к риску более негативно, чем другие акционеры.

<sup>2</sup> По материалам кейса Palepu K., Barnett J. Hewlett-Packard – Compaq: The merger decision. Harvard Business School case # 9-104-048. 2004.

1. Разногласия относительно стратегии компании.  
2. Разногласия из-за условий конкретных сделок, под которыми понимаются не только купля/продажа продукции или активов, но и сделки по слияниям и поглощениям, эмиссия или выкуп акций, выплата дивидендов, рекапитализация и т. п.

3. Разногласия по поводу состава совета директоров и менеджмента компании.

4. Разногласия относительно как системы, так и отдельных элементов корпоративного управления в компании, таких как численность и структура совета директоров и его комитетов (например, сколько в нем должно быть независимых директоров), содержание устава и внутренних положений (например, нужны ли в них «противозахватные» механизмы), размера и схемы компенсации гендиректора.

В любой компании существуют конфликты интересов и различия во взглядах на стратегию развития. Однако при грамотно выстроенной системе корпоративного управления они минимизируются, а возникающие разногласия решаются цивилизованным путем. Например, если в компании большинство членов совета директоров являются независимыми и их репутация не подвергается сомнению, то вряд ли у кого-то появится повод оспаривать решения совета. Если в компании выстроен адекватный механизм вознаграждения менеджеров (в частности, существует реально независимый и компетентный комитет по вознаграждениям), то стимулы менеджеров будут соответствовать задаче максимизации долгосрочной стоимости компании, а акционеры не обвинят менеджмент в получении чрезмерной компенсации. Если структура собственности в компании прозрачна, вплоть до раскрытия конечных бенефициарных владельцев, а также задействованы механизмы внутреннего контроля, то одобрение сделок с заинтересованностью будет происходить без участия в голосовании заинтересованного лица, и они не вызовут разногласий.

Типы корпоративных конфликтов во многом определяются (1) правовой средой, культурными и политическими традициями страны; (2) структурой собственности и контроля в компании. На самом деле, как показы-

(7)

вают эмпирические исследования, первый и второй факторы взаимосвязаны. Как правило, в странах со слабой правовой защитой интересов акционеров собственность в компаниях сильно концентрирована<sup>1</sup>. При этом возможна и обратная связь: контролирующим собственникам может быть невыгодна сильная защита миноритариев и они препятствуют прохождению законов, усиливающих юридические позиции последних<sup>2</sup>.

В правовой среде с неэффективной защитой миноритариев велики частные выгоды контроля (private benefits of control), поскольку у контролирующего собственника больше возможностей управлять компанией в угоду себе, пренебрегая интересами других акционеров. Эмпирические исследования находят существенную отрицательную зависимость между качеством защиты прав акционеров и размером частных выгод контроля<sup>3</sup>. Одновременно в странах с худшей правовой защитой акционеров рыночная оценка компаний по отношению к их фундаментальным показателям (активам, прибыли, резервам и т. п.) ниже<sup>4</sup>.

(8)

<sup>1</sup> Это убеждение стало превалирующим, начиная с публикаций: *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* Corporate Ownership around the World//Journal of Finance. Vol. 54. Iss. 2. 1999. P. 471–517; *La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny. R.W.* Law and finance//Journal of Political Economy. Vol. 106. No. 6. 1998. P. 1113–1155. Однако две недавние работы не находят корреляции между правовой защитой акционеров и концентрацией собственности, ставя традиционный взгляд под сомнение. См.: *Holderness C.G.* Do differences in legal protections explain differences in ownership concentration? //Boston College working paper. 2009; *Spatmann H.* The antidirector rights index revisited//Review of Financial Studies. Vol. 23. No. 2. 2010. P. 467–486.

<sup>2</sup> *Pagano M., Volpin P.F.* The Political Economy of Corporate Governance//American Economic Review. Vol. 95. No. 4. 2005. P. 1005–1030; *Perrotti E., von Thadden E.-L.* The Political Economy of Corporate Control and Labor Rents//Journal of Political Economy. Vol. 114. Iss. 1. 2006. P. 145–174.

<sup>3</sup> *Dyck A., Zingales L.* Private Benefits of Control. An International Comparison//Journal of Finance. Vol. 59. No. 2. 2004. P. 537–600.

<sup>4</sup> *La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny. R.W.* Investor Protection and Corporate Valuation//Journal of Finance. Vol. 57. No. 3. 2002. P. 1147–1170.

Высокие частные выгоды контроля приводят к сильной концентрации структуры собственности в странах с неблагоприятной правовой средой<sup>1</sup>. Если основатель компаний распылит большую часть акций, продав их на рынке, то он рискует расстаться с контролем, поскольку возможность перехватить контроль путем скупки акций оказывается очень соблазнительной, и другой участник рынка (рейдер) не упустит возможности заполучить контрольный пакет в обход основного бенефициара<sup>2</sup>. Поэтому, как правило, бенефициарные собственники предпочитают оставлять контрольный пакет в своих руках. Структура собственности российских компаний – яркое тому подтверждение.

(9)

Вышесказанное, в частности, означает, что открытых корпоративных конфликтов не обязательно должно быть больше в странах с неблагоприятной правовой средой. С одной стороны, чем выше частные выгоды контроля, тем больше соблазн нарушать договоренности и отказываться от высоких стандартов корпоративного управления. С другой стороны, слабая правовая среда приводит к тому, что мажоритарный собственник надежно контролирует положение дел в компании и поведение менеджмента. В этих условиях у миноритариев мало шансов противостоять ему надлежащим образом. В результате открытых конфликтов в такой компании может и не возникать.

Распыленность или концентрированность собственности являются ответами на потенциальные конфликты и одновременно сами служат предпосылками к возникновению определенных типов конфликтов. Так, считается, что в англосаксонских странах, где собственность компаний распылена, основной конфликт – это конфликт между акционерами и менеджментом. Распыленные акционеры из-за отсутствия координации не в состоянии должным образом контролировать менеджера, который

<sup>1</sup> *La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny. R.W.* Law and finance//Journal of Political Economy. Vol. 106. No. 6. 1998. P. 1113–1155.

<sup>2</sup> *Bebchuk L.* A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control//NBER Working Paper. No. 7203. 1999.

может воспользоваться этим обстоятельством для получения личной выгоды за счет акционеров. В континентальной Европе и на развивающихся рынках в условиях концентрированной структуры собственности основным выступает конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами. Некоторые исследователи<sup>1</sup> полагают, что концентрацию собственности в Европе во многом определяют политические традиции. Так, например, европейские социал-демократические ценности, в которых социальное равенство имеет приоритет над максимизацией акционерной стоимости, привели к одновременному сильному влиянию профсоюзов и высокой концентрации собственности. Концентрированная собственность служит балансом влиянию профсоюзов и наоборот.<sup>2</sup>

(IO)

Как бы то ни было, в континентальной Европе, особенно в Германии<sup>3</sup>, ввиду сложившихся социал-демократических традиций, существенную роль в корпоративном управлении наряду с крупными акционерами играют профсоюзы. В контексте корпоративных конфликтов это, как правило, проявляется при попытках поглощения компании. Опасаясь увольнений, работники всячески препятствуют поглощению. Кроме того, в конфликты в крупных европейских компаниях нередко вмешивается государство. Протекционистские мотивы, стремление создать или сохранить «национального чемпиона» делают его противником потенциального поглотителя.

<sup>1</sup> Roe M. Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. Oxford University Press. USA. 2006.

<sup>2</sup> Слабая защита миноритарных акционеров, в свою очередь, может объясняться политическим сговором между контролирующими акционерами и трудовыми коллективами ради получения поддержки избирателей (см.: Pagano M., Volpin P.F. The Political Economy of Corporate Governance // American Economic Review. Vol. 95. No. 4. 2005. P. 1005–1030). Контролирующим собственникам выгодна слабая защита миноритариев, так как это дает им возможность извлекать высокие частные выгоды. Но чтобы добиться этого, им нужно получить поддержку профсоюзов, в обмен на которую контролирующие акционеры гарантируют более высокую защиту прав трудящихся.

<sup>3</sup> В Германии, по закону, половину наблюдательного совета акционерного общества должны составлять представители профсоюзов.

В частных российских компаниях вследствие высокой концентрации собственности основным конфликтом, также как и в Европе, является противостояние между миноритариями и контролирующими акционерами. Однако в России вследствие недостаточно развитой правовой среды и отсутствия верховенства закона, этот конфликт выражен более ярко, а нарушения прав миноритариев зачастую происходят в более грубой форме, нежели в Европе. Дополнительным фактором, обостряющим конфликты, выступает агрессивное поведение государства, поскольку риск экспроприации снижает стимулы контролирующих собственников придерживаться высоких стандартов корпоративного управления<sup>4</sup>.

(II)

Второй важный тип конфликта в России – это конфликт между миноритариями и менеджментом/советом директоров госкомпаний, составляющих значительную долю российской экономики. Корни этих конфликтов лежат в несоответствии целей государства максимизации акционерной стоимости, неясных стимулах менеджмента и коррупции.

Помимо вышеописанных двух разновидностей конфликтов, в России нередки конфликты между крупными акционерами. Отчасти их причиной являются различия во взглядах на стратегию развития компании, но немалую роль в возникновении таких конфликтов играет слабая правовая среда с высокими частными выгодами контроля, усиливающими стимулы единолично контролировать компанию.

<sup>4</sup> Durnev A., Fauver L. Stealing from Thieves: Firm Governance and Performance when States are Predatory. CEI Working Paper. No. 2008–12. 2008; Stulz R. The Limits of Financial Globalization // Journal of Finance. Vol. 60. Iss. 4. 2005. P. 1595–1638; Durnev A., Guriev S. The Resource Curse: A Corporate Transparency Channel. NES and CEFIR Working Paper. No. 108. 2007 (обновленная версия 2009 г. доступна на сайте SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1020476>).

Раздел I

КОРПОРАТИВНЫЕ  
КОНФЛИКТЫ В США

## КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В США

(14)

Основной корпоративный конфликт в США – это противостояние между распыленными акционерами и менеджментом. Его причина состоит в том, что у менеджера существует соблазн совершать действия, приносящие ему «частные выгоды», но противоречащие интересам акционеров, например:

- «строить империи» – совершать поглощения ради увеличения размера бизнеса, даже если они создают негативную стоимость для акционеров;
- вкладывать средства компании в «любимые» привилегированные проекты;
- «назначать» себе завышенную компенсацию;
- тратить средства компании на собственные нужды;
- манипулировать отчетностью ради получения бонуса или реализации опционов.

Будучи распыленными, акционерам сложно скоординироваться для того, чтобы эффективно контролировать менеджмент. Поэтому в условиях распыленной собственности огромное значение в системе корпоративного управления приобретает роль совета директоров. Когда он независим и компетентен, разногласия между менеджментом и акционерами решаются в рамках совета. Однако если его члены подвержены влиянию менеджмен-

та и с неохотой прислушиваются к мнению акционеров, то конфликт рано или поздно неизбежен.

В соответствии с вышеизложенным можно выделить следующие основные формы корпоративных конфликтов в США.

1. Внутренние конфликты:

а) между советом директоров (или отдельными его членами) и менеджментом;

б) между акционерами и менеджментом (и советом директоров в случае, если последний поддерживает менеджеров).

2. Внешние конфликты: между потенциальным поглотителем и менеджментом/советом директоров.

(15)

В нашем исследовании мы сконцентрируемся на рассмотрении внутренних конфликтов. Во-первых, враждебные поглощения в США (да и во всем мире) сейчас происходят не так часто – гораздо реже, чем во время известной волны поглощений конца 1980-х годов. Во-вторых, американский опыт поглощений вряд ли применим в контексте современной России, где собственность сильно концентрирована, и вместо классических рыночных враждебных поглощений мы имеем дело с «корпоративными захватами», основанными на сомнительных схемах.

Когда большинство членов совета директоров не согласны с действиями гендиректора, они либо просят его изменить стратегию компании, либо увольняют его. Гораздо более интересной представляется ситуация, когда большинство в совете поддерживает топ-менеджмент, в то время как акционеры (по крайней мере их часть) имеют иную точку зрения. Подобное размежевание служит предпосылкой к возникновению серьезного конфликта. Наиболее яркие примеры таких конфликтов связаны с деятельностью акционеров-активистов (shareholder activists).

### 1.1. АКЦИОНЕРЫ-АКТИВИСТЫ

Еще несколько лет назад в среде исследователей было распространено мнение о том, что акционеры-активисты не оказывают существенного влияния на корпоративное управление в США. Этот вывод следовал из эмпириче-



ских работ, обнаруживших, что акционерный активизм является довольно редким явлением и приводит к весьма незначительному улучшению деятельности компаний-целей<sup>1</sup>. Активистами выступали в основном институциональные инвесторы, которые хоть и критиковали несовершенство в практике корпоративного управления, но старались избегать агрессивных действий против менеджмента. Однако в последнее время сформировалась новая категория активистов – специализированные хедж-фонды, избравшие активизм одной из основных стратегий зарабатывания прибыли. В отличие от традиционных хедж-фондов, фонды-активисты делают относительно долгосрочные (на один – три года) инвестиции в компании-цели и стараются добиться изменений в стратегии, дивидендной политике, структуре капитала, корпоративном управлении, составе совета директоров и менеджмента компании. Подчас их деятельность заканчивается продажей компании. Недаром некоторые авторы считают, что сегодняшние активисты отчасти напоминают рейдеров 1980-х годов<sup>2</sup>.

(16)

Классическим и одним из наиболее известных успешных примеров активизма стали действия хедж-фонда Relational Investors под руководством Ральфа Уитурта (Ralf Whitworth) в компании Home Depot, одной из крупнейших в мире торговых сетей, в 2006–2007 гг.<sup>3</sup>. Несмотря на рост продаж и прибыли, акции Home Depot в период с 2000 до 2006 г. упали с 44 до 40 долларов, в то время как акции основного конкурента – компании Lowe выросли с 11 до 31 доллар. В то же время гендирек-

1 См. обзоры: Gillan S.R., Starks L.T. The Evolution of Shareholder Activism in the United States // Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 19. Iss. 1. 2007. P. 55–73; Becht M., Bolton P., Röell A. Corporate Law and Governance // Handbook of Law and Economics. Vol. 2. 2007. P. 829–943.

2 Orol L.D. Extreme Value Hedging: How Activist Fund Managers Are Taking on the World. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. 2008.

3 Для описания конфликта в Home Depot использовались материалы кейса: Lorsch J.W., Simpson K.A. Relational Investors and Home Depot. Harvard Business School case. No. 9-409-076. 2009.

тор компании Боб Нарделли (Robert Nardelli) продолжал получать завышенную, по мнению многих акционеров, компенсацию – за период с 2001 по 2006 г. его банковский счет пополнился на 245 млн долларов.

Напрямую размер вознаграждения Нарделли слабо влиял на благосостояние акционеров, поскольку 245 млн долларов составляли всего порядка 0,3% средней рыночной капитализации компании. Однако, во-первых, чрезмерная компенсация могла служить сигналом о подверженности совета директоров влиянию гендиректора. А во-вторых, компенсация Нарделли оказалась не только завышенной, но и создавала искаженные стимулы. По существу, Боб Нарделли получал вознаграждение за увеличение прибыли и выручки, но не за рост капитализации компании. Следуя этим стимулам, он снижал издержки и инвестировал в развитие нового для компании бизнеса оптовых поставок. Однако уменьшение издержек привело к падению качества обслуживания, а непрофильный для Home Depot оптовый бизнес оказался менее рентабельным и более рискованным для компании, чем традиционный розничный бизнес. В это же самое время главный конкурент в розничных продажах, компания Lowe, наращивала свою рыночную долю.

(17)

Ральф Уитурт выступил катализатором изменений в компании. Для начала фонд Relational Investors купил 0,6% акций Home Depot. Уитурт направил письмо Нарделли с описанием причин проблем компании и предложением создать независимый комитет при совете директоров для пересмотра стратегии. В случае отказа он угрожал начать борьбу за места в совете директоров (proxy contest). Уитурт также просил о встрече с Нарделли и остальными членами совета директоров, на что получил отказ. Однако он продолжал оказывать давление на совет директоров, одновременно увеличив долю своего хедж-фонда в уставном капитале Home Depot до 1,26%, потратив в общей сложности около 1 млрд долларов на скупку акций.

Видя серьезное недовольство акционеров и опасаясь того, что Уитурт получит широкую поддержку и сумеет сменить совет директоров, директора согласились на встречу с ним. Вскоре после этого Нарделли покинул пост гендиректора. Его приемнику Фрэнку Блэйку (Frank

Blake) назначили вознаграждение примерно в три раза меньше по сравнению с компенсацией Нарделли и сильнее привязали его к долгосрочной цене акций компании. Кроме того, совет директоров предложил Relational Investors место в совете и согласился заменить четырех директоров, благодаря которым Нарделли был назначен гендиректором. Наконец, совет директоров согласился с рядом предложений хедж-фонда по изменению стратегии. Когда компания объявила о продаже своего оптового бизнеса и намерении использовать вырученные средства на выкуп собственных акций, котировки Home Depot взлетели на 4,6%.

В истории Home Depot есть несколько моментов, показательных для современного акционерного активизма в целом. Во-первых, одним из основных средств акционеров-активистов является так называемый проху contest, т. е. борьба за места в совете директоров путем убеждения других акционеров проголосовать за альтернативный список кандидатов. Иногда, как в случае Home Depot, одной угрозы бывает достаточно. В других случаях, проху contest происходит на самом деле<sup>1</sup>.

Во-вторых, для успеха активисту необходимо заручиться достаточной поддержкой других инвесторов, прежде всего институциональных, поскольку обычно именно они в совокупности являются собственниками значительной доли акций компании. Это успешно удалось осуществить Relational Investors. У фонда было всего 1,26% акций компании, и без массовой под-

(18)

<sup>1</sup> Иногда вместо проху contest активисты используют так называемую стратегию just vote no (голосование против всех), которая сопряжена с гораздо меньшими издержками, чем проху contest. Вместо предложения своего списка кандидатов в совет директоров, активисты призывают просто не голосовать за директоров из списка, предложенного менеджментом. Этот способ не позволяет избрать своих представителей в совет директоров, его цель – продемонстрировать публичное недоверие текущему составу совета. Как показывает эмпирическая литература, стратегия just vote no может быть вполне действенной. См.: *Del Guercio D., Seery L., Woitke T. Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists «Just Vote No»?* // *Journal of Financial Economics*. Vol. 90. Iss. 1. 2008. P. 84–103.

держки других инвесторов он был бы бессилён изменить ситуацию в свою пользу. Однако заручиться такой поддержкой непросто, поскольку у институциональных инвесторов более длительный горизонт инвестирования, чем у фондов-активистов, следовательно, последние должны убедить первых в том, что предлагаемые действия увеличат долгосрочную акционерную стоимость компании и не являются лишь способом заработать краткосрочную прибыль<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> В 2006 г. Нельсон Пельц (Nelson Peltz) из хедж-фонда Triam Partners выиграл войну за два места в совете директоров H.J. Heinz Company (производитель продуктов питания), благодаря значительной поддержке институциональных инвесторов. Фонду пришлось потратить на свою кампанию 14 млн долларов. Ключевым моментом стало то, что Пельцу удалось привлечь на свою сторону одного из самых крупных и авторитетных институциональных инвесторов США – пенсионный фонд CalPERS. Это послужило сигналом для остальных инвесторов, что Пельцу можно доверять (см.: *Orol L.D. Extreme Value Hedging: How Activist Fund Managers Are Taking on the World*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. 2008. Ch. 10).

В то же время известный активист и рейдер Карл Икан (Carl Icahn) потерпел относительную неудачу в своей попытке разделить Time Warner Inc. в 2005–2006 гг. Пакет Икана в Time Warner составлял всего 3%, а институты в большей части отказались поддержать его в борьбе за места в совете директоров. Тем не менее, некоторые требования Икана были поддержаны достаточным числом институциональных инвесторов и в результате удовлетворены менеджментом компании: увеличение программы обратного выкупа до 20 млрд долларов и снижение издержек на 1 млрд долларов. Таким образом, институты поддержали программу обратного выкупа, но не разделение компании (см.: *Orol L.D. Extreme Value Hedging: How Activist Fund Managers Are Taking on the World*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. 2008. Ch. 10).

Еще один пример относительной неудачи активиста в убеждении институциональных инвесторов. Билл Акман (Bill Ackman) из хедж-фонда Pershing Square Capital в 2006 г. отменил свои планы заставить McDonald's Corporation продать 8000 (20%) своих ресторанов и выкупить на вырученные деньги собственные акции после того, как понял, что не получит достаточной поддержки от институциональных инвесторов (см.: *Orol L.D. Extreme Value Hedging: How Activist Fund Managers Are Taking on the World*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. 2008. Ch. 10). Правда, впоследствии Акману все же удалось убедить менеджмент продать часть ресторанов.

(19)

Какие закономерности можно проследить в деятельности фондов-активистов и сделать на их основе общие выводы? В частности, оправдано ли распространенное мнение, что подобные хедж-фонды ориентированы лишь на краткосрочную прибыль и разрушают своими действиями долгосрочную стоимость компании? Ряд свежих эмпирических исследований дает ответы на поставленные вопросы<sup>1</sup>. В целом их результаты сводятся к следующим положениям.

1. Публичный активизм довольно успешен как для осуществления изменений в компании-цели, так и в плане роста доходности ее акций.

2. Наиболее часто атакам активистов подвергаются не очень крупные компании с низким отношением рыночной стоимости к балансовой, генерирующие при этом значительный денежный поток.

3. Инвестиции фондов-активистов не являются краткосрочными – средний срок вложений составляет два – два с половиной года.

4. Успешные действия инвесторов-активистов в среднем приводят не только к краткосрочному, но и долгосрочному (измеренному на горизонте до трех лет от начала кампании) росту капитализации и улучшению операционных показателей компании.

5. Наибольшая доходность акций компании-цели достигается в случае реализации более конфронтационных стратегий.

(20)

<sup>1</sup> Clifford C.P. Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists//Journal of Corporate Finance. Vol. 4. Iss. 4. 2008. P. 323–336; Bratton W.W. Hedge Funds and Governance Targets//Georgetown Law Review. Vol. 95. 2007. P. 1375–1433; Klein A., Zur E. Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors//Journal of Finance. Vol. 64. Iss. 1. 2009. P. 187–229; Brav A., Jiang W., Partnoy F., Thomas R. Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance//Journal of Finance. Vol. 63. Iss. 4. 2008. P. 1729–1775; Boyson N., Mooradian R. Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994–2005. Working Paper. Northeastern University. 2009; Greenwood R., Schor M. Investor Activism and Takeovers//Journal of Financial Economics. Vol. 92. Iss. 3. 2009. P. 362–375.

6. Наибольшая доходность наблюдается также в тех случаях, когда активизм приводит к продаже, существенной реструктуризации или изменению стратегии компании.

Итак, при возможном наличии у хедж-фондов краткосрочных стимулов в целом их деятельность как минимум не разрушает долгосрочную стоимость компаний. Большинство фондов-активистов не являются гринмейлерами. Они зарабатывают прибыль на продаже своего пакета на рынке, а также путем получения дивидендов от компании или публичного обратного выкупа акций, т. е. адресованного всем акционерам компании.

(21)

## 1.2. РОЛЬ СУДОВ В КОРПОРАТИВНЫХ КОНФЛИКТАХ

Корпоративные конфликты, как правило, сопровождаются судебными разбирательствами. В США акционерных исков больше, чем в других странах, однако исследования показывают, что их эффект неоднозначен. С одной стороны, относительно низкие издержки судебного иска в США позволяют обиженному акционеру попытаться защитить свои интересы в суде. С другой стороны, суды далеко не всегда выносят решения в пользу акционеров, пользуясь, например, «business judgment rule». Кроме того, легкость обращения в суд вкупе со стремлением адвокатов заработать на судебном разбирательстве может провоцировать необоснованные иски. Согласно эмпирической литературе, судебные иски со стороны акционеров к директорам и менеджерам редко приводят к существенным прямым положительным результатам для акционеров. Так автор одного из наиболее известных исследований в данной области<sup>1</sup> пришла к заключению, что большинство исков заканчивается мировым соглашением (settlement), возмещение ущерба происходит лишь в половине случаев, а если и происходит, то эффект в расчете на акцию незначителен. При этом менеджеры

<sup>1</sup> Romano R. The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? //Journal of Law, Economics, & Organization. Vol. 7. No. 1. 1991. P. 55–87.

и члены совета директоров редко несут личные финансовые потери: их компенсация после рассмотрения исков, как правило, не меняется, а выплаты по мировому соглашению покрываются страховкой (D&O insurance). Кроме того, вероятность увольнения менеджера после иска лишь немного повышается. Авторы одного из более свежих исследований на данную тему<sup>1</sup> приходят к выводу о том, что большинство акционерных исков заканчивается в пользу директоров и менеджеров, а из тех, которые выигрывают акционеры, подавляющее большинство завершаются мировым соглашением (settlement).

Впрочем выводы о слабом эффекте судебных исков объясняются, возможно, тем, что, как правило, иски не касаются серьезных ущемлений прав акционеров. В очевидных же случаях, суды сурово наказывают менеджеров, например, как в случае с Конрадом Блэком (Conrad Black), который будучи гендиректором Hollinger International выводил из компании средства и получил за это тюремный срок. Это приводит к тому, что менеджеры редко совершают серьезные правонарушения.

В отличие от упомянутых работ, другое недавнее исследование<sup>2</sup> рисует более оптимистичную картину влияния акционерных исков. Вместо того чтобы фокусировать внимание на непосредственном результате иска, авторы проанализировали, какие изменения в корпоративном управлении компании влекут за собой акционерные иски в течение трех лет после их подачи. Изучив 215 косвенных исков (derivative lawsuits) акционеров к членам совета директоров и менеджерам в США за период с 1982 по 1999 г., они обнаружили две закономерности. Во-первых, компании с потенциально серьезными проблемами в корпоративном управлении

(22)

с большей вероятностью подвергаются судебным искам. Во-вторых, в тех случаях, где либо был вынесен вердикт против менеджера/директора, либо дело было урегулировано в пользу акционеров, в течение трех лет с момента обращения в суд наблюдалось сокращение численности совета директоров, увеличение представительства в нем неисполнительных членов и более частая ротация его состава.

В целом результаты эмпирических работ согласуются с наблюдениями исследователей акционерного активизма<sup>1</sup> о том, что, как правило, акционеры-активисты используют судебные иски скорее как вспомогательный инструмент в противостоянии с членами совета директоров и менеджерами<sup>2</sup>. Хотя зачастую судебный иск сам по себе и не приводит к каким-то значимым результатам, он подает общественности сигнал о наличии проблем в компании, помогает убедить остальных акционеров в необходимости изменений и оказывает давление на совет директоров.

(23)

1 *Armour J., Black B., Cheffins B., Nolan R.* Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States//*Journal of Empirical Legal Studies*. Vol. 6. No. 4. 2009. P. 687–722.

2 *Ferris S.P., Jandik T., Lawless R.M., Makhija A.* Derivative Lawsuits as a Corporate Governance Mechanism: Empirical Evidence on Board Changes Surrounding Filings//*Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 42. No. 1. 2007. P. 143–166.

1 См., например: *Kahan M., Rock E.B.* Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control//*University of Pennsylvania Law Review*. Vol. 155. No. 5. 2007. P. 1021–1093.

2 Одним из редких случаев, когда судебные иски против директоров стали основной тактикой активиста, явился скандал со злоупотреблениями гендиректора Hollinger International Конрада Блэка (Conrad Black).

## Раздел 2

# КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В КОНТИНЕНТАЛЬНОЙ ЕВРОПЕ

## КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В КОНТИНЕНТАЛЬНОЙ ЕВРОПЕ

(26)

В странах континентальной Европы, вследствие сложившейся концентрированной структуры собственности, основной конфликт интересов – это конфликт между крупными и мелкими акционерами. Хотя, безусловно, конфликты между акционерами и менеджментом также происходят<sup>1</sup>. Относительно частое вмешательство государства в корпоративные конфликты следует отнести к числу отличительных особенностей континентальной Европы. Еще одной характерной чертой европейских стран, прежде всего Германии, является значительная роль профсоюзов и работников предприятий в корпоративных конфликтах. Акционерный активизм в Европе не столь широко распространен, как в США, однако его интенсивность в последние годы заметно увеличилась в связи с возросшей активностью хедж-фондов.

<sup>1</sup> Великобритания по типам конфликтов, скорее, похожа на США, чем на остальную Европу, вследствие схожей с Америкой правовой системы и относительно дисперсной структуры собственности.

Вследствие того что у крупных акционеров имеются стимулы и возможности контролировать менеджеров и увольнять их в случае необходимости, конфликты между менеджментом и контролирующими собственниками происходят достаточно редко. Таким образом, если крупный акционер нацелен на максимизацию стоимости компании, он объективно оказывает положительный внешний эффект на благосостояние остальных акционеров. Однако его цели не всегда совпадают с максимизацией акционерной стоимости. В результате у контролирующих собственников появляется соблазн навязывать компании сделки, выгодные им, но ущемляющие интересы мелких акционеров. Эмпирическая литература показывает, что чем больше экономический интерес (cash flow rights) контролирующего акционера, тем выше акции компании оцениваются рынком. Иными словами, рынок верит, что экспроприация со стороны контролирующего собственника в такой компании менее вероятна, поскольку его интересы в большей степени совпадают с интересами миноритарных акционеров<sup>1</sup>. В то же время с увеличением разницы между правами голоса (voting rights) и экономическим интересом контролирующего собственника, стоимость компании падает<sup>2</sup>. Это свидетельствует о более высоких рисках экспроприации в компании, в которой у контролирующего собственника существует дисбаланс между

(27)

- <sup>1</sup> Claessens S., Djankov S., Fan J.P. H., Lang L.H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings// Journal of Finance. Vol. 57. Iss. 6. 2002. P. 2741–2771; Durnev A., Kim E.H. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation//Journal of Finance. Vol. 60. Iss. 3. 2005. P. 1461–1493.
- <sup>2</sup> Claessens S., Djankov S., Fan J.P. H., Lang L.H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings//Journal of Finance. Vol. 57. Iss. 6. 2002. P. 2741–2771; Maury B. Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations//Journal of Corporate Finance. Vol. 12. Iss. 2. 2006. P. 321–341.

правами контроля и правами на участие в прибыли. Такой дисбаланс может достигаться как путем выпуска акций с разными правами голоса (как, например, в Швеции), так и с помощью пирамидальных структур контроля в группах компаний, которые распространены в Швеции, Италии, Германии и ряде других европейских стран.

Наглядным примером злоупотреблений со стороны контролирующих акционеров явился скандал в итальянской компании Parmalat в 2003–2004 гг. В ходе расследования выяснилось, что за период с 1990 г. по декабрь 2003 г. из нее было выведено по меньшей мере 3 млрд долл (28) ларов, по-видимому, в компании, принадлежащие семье Танци (Tanzi), контролировавшей Parmalat<sup>1</sup>.

Примечательно, что в случае с Parmalat лишь ее банкротство вскрыло гигантские злоупотребления, хотя за все эти годы компания совершила массу сделок, которые могли бы вызвать вопросы у миноритарных акционеров. На самом деле этот факт достаточно характерен для европейских компаний с контролирующим акционером. В случае, когда злоупотребления не очевидны и фирма не находится в состоянии банкротства, действия контролирующих акционеров часто остаются безнаказанными. Дело в том, что в отличие от конфликта с менеджером в компании с распыленной собственностью, в конфликте с контролирующим акционером миноритарий имеет крайне мало средств воздействия на такого собственника – какие усилия он бы не предпринимал, перевес в голосах все равно останется на стороне последнего. В такой ситуации огромное значение приобретает независимый совет директоров, апелляция к которому представляет собой фактически единственный шанс во внесудебном порядке противодействовать оппортунизму основного акционера. Однако даже формально независимые директора на практике зачастую подвержены влиянию контролирующего акционера.

<sup>1</sup> *Enriques L., Volpin P. Corporate Governance Reforms in Continental Europe // Journal of Economic Perspectives. Vol. 21. No 1. 2007. P. 117–140.*

## 2.2. АКЦИОНЕРНЫЕ ИСКИ В КОНТИНЕНТАЛЬНОЙ ЕВРОПЕ

Теоретически, если миноритарий не в состоянии добиться справедливости через внутренние механизмы корпоративного управления (совет директоров, собрание акционеров), то он может попытаться обратиться в суд для отмены или приостановления ущемляющей его права транзакции. Однако, как показывают исследования, акционерных исков в Европе подается существенно меньше, чем в США. Европейские правоведы объясняют это процедурными несовершенствами (например, отсутствием в некоторых странах практики обязательного представления документов противоположной стороне или института условного вознаграждения адвокату), а также установленными ограничениями на минимальный размер пакета акционера для подачи косвенного иска. Кроме того, косвенный иск подается против членов совета директоров, в то время как в Европе угроза экспроприации миноритариев исходит в основном от контролирующих акционеров, а не от членов совета директоров непосредственно. В этих условиях широкое распространение получили иски о признании недействительным решения общего собрания акционеров, по факту сопряженные с гораздо меньшими издержками, чем косвенные иски<sup>1</sup>. Однако это означает, что повседневные, не слишком значительные злоупотребления имеют высокие шансы остаться без наказания, так как на собрание акционеров выносятся лишь достаточно крупные сделки.

Кроме того, суды зачастую встают на сторону контролирующих акционеров, если все формальные процедуры одобрения сделки были соблюдены и сделка не привела компанию к банкротству. Так, работа Симона Джонсона, Рафаэля Ла Порты, Флоренцио Лопез-де-Силанеса и Андрея Шлейфера<sup>2</sup> приводит три примера с компаниями

<sup>1</sup> *Conac P.-H., Enriques L., Gelter M. Enforcing Self-Dealing Constraints on Dominant Shareholders in Continental Europe. Berkeley Law and Economics Workshop paper, <http://escholarship.org/uc/item/5fp568xk>. pdf.*

<sup>2</sup> *Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Tunneling // American Economic Review. Vol. 10. No. 2. 2000. P. 22–27.*

(29)

из Франции, Италии и Бельгии, в которых контролирующие акционеры разными способами (использование «корпоративной возможности» (corporate opportunity), трансфертное ценообразование, вывод активов и др.) получали выгоду за счет миноритарных акционеров. Во всех трех случаях суды выступили в поддержку контролирующих собственников. В одном случае суд не нашел вреда для миноритария от сделки, а вопрос «справедливости» ее условий остался вне поля зрения. В двух других случаях суд защитил мажоритарного собственника, основываясь на доктрине «интересов группы компаний», указав, что сделки не нанесли ущерб интересам группы в целом.

(30)

Относительно недавнее исследование Пьер-Анри Конака, Луки Энрикеса и Мартина Гелтера<sup>1</sup> приводит более свежие примеры из практики компаний Франции, Германии и Италии. Например, в 2004 г. миноритарный акционер французской Societe du Louvre подал косвенный иск против членов совета директоров компании. Он обвинил их в том, что компания управлялась исключительно в интересах контролирующей семьи, утверждая, что: (1) на ключевые менеджерские позиции назначались члены семьи; (2) им платили чрезмерно высокую компенсацию; (3) внутри группы было проведено несколько необоснованных сделок; (4) компанией был также осуществлен ряд сделок, в которых у членов семьи имелась заинтересованность. Акционер настаивал на выплате 30 млн евро в качестве компенсации за причиненный ущерб. Суды всех инстанций отклонили его требования, посчитав недоказанным то, что компенсация менеджерам была завышена, а сделки нанесли вред акционерам.

Однако в целом П.-А. Конак и его соавторы рисуют более оптимистичную картину по сравнению с работой С. Джонсона и коллег<sup>2</sup>. Так, например, исследование

1 Conac P.-H., Enriques L., Gelter M. Enforcing Self-Dealing Constraints on Dominant Shareholders in Continental Europe. Berkeley Law and Economics Workshop paper, <http://escholarship.org/uc/item/5fp568xk.pdf>.

2 Более оптимистичная оценка может быть следствием реформ законодательства, проведенных в некоторых европейских странах в последние годы.

подтверждает, что если во Франции и Италии суды избегают оспаривать оценку активов, предложенную мажоритарным акционером при слияниях или вытеснениях, то в Германии, напротив, судьи проводят очень тщательный анализ таких оценок, часто привлекая независимого эксперта. Доктрина «интересов группы компаний» применяется далеко не всегда, а формализм при подходе к рассмотрению сделок, произошедших без процедурных нарушений, наблюдается только в Италии в случаях слияний и поглощений.

### 2.3. Наличие нескольких крупных акционеров в компании: «плюсы» и «минусы»

(31)

Сдерживающим фактором оппортунистического поведения основного акционера может быть наличие еще одного крупного акционера. С другой стороны, подобная ситуация может провоцировать конфликты между крупными акционерами и тупиковые ситуации в процессе принятия решений. Непринятие бюджета «ВымпелКома» в течение нескольких лет – яркий пример из российской корпоративной практики. Тем не менее, открытые конфликты между крупными акционерами в континентальной Европе происходят редко.

В свете известных конфликтов между крупными акционерами в России возникает вопрос, хорошо или плохо для компании, когда в ней имеются два крупных сопоставимых по размеру пакета акционера? Эмпирические исследования показывают, что компании, в которых присутствует второй крупный акционер, оцениваются рынком выше, особенно если разница в количестве голосов между двумя акционерами незначительна. Так, например, Карл Линс из Школы бизнеса Университета штата Юта<sup>1</sup>, используя данные о 1400 фирмах из 18 развивающихся стран, делает вывод о том, что присутствие крупного внешнего, не связан-

1 Lins K.V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets// Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 38. No 1. 2003. P. 159–184.



ного с менеджментом акционера, повышает рыночную стоимость компании. Немецкие экономисты Эрик Леман и Юрген Вейганд<sup>1</sup>, исследуя выборку из 361 германской фирмы за период с 1991 по 1996 г., обнаружили, что присутствие второго крупного акционера увеличивает рентабельность активов. В свою очередь, Бенджамин Маури и Анете Паюсте<sup>2</sup> изучили выборку из 136 финских компаний, у которых был хотя бы один акционер с долей более 10% с 1993 до 2000 г. Авторы пришли к заключению, что более ровное распределение голосов между крупными акционерами повышает рыночную капитализацию компании.

Они также обнаружили, что важную роль при этом играет тип крупного акционера. Так, «семейные» фирмы, в которых был крупный акционер, не связанный с основателями компании, имели более высокую рыночную оценку по сравнению с компаниями, где другие крупные акционеры являлись членами семьи. Из этого анализа можно сделать следующий вывод – крупные внешние акционеры ограничивают оппортунистическое поведение основателей компаний. Статья Люка Левена и Росса Левина<sup>3</sup> фокусируется на соотношении прав голоса к правам на дивиденды (cash flow rights) и на типе крупных акционеров. Они фактически расширяют и модифицируют исследование Б. Маури и А. Паюсте, анализируя 900 компаний из 13 западно-европейских стран. Авторы обнаружили, что при фиксированном размере капитала крупнейшего акционера, присутствие второго крупного акционера положительно

(32)

<sup>1</sup> *Lehmann E., Weigand J.* Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany // *European Finance Review*. Vol. 4. No. 2. 2000. P. 157–195.

<sup>2</sup> *Maury B., Pajuste A.* Multiple controlling shareholders and firm value // *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29. Iss. 7. 2005. P. 1813–1834.

<sup>3</sup> *Laeven L., Levine R.* Beyond the Biggest: Do Other Large Shareholders Influence Corporate Valuations? Working paper, <http://www.tilburguniversity.edu/research/institutes-and-research-groups/center/staff/penas/laeven2.pdf>.

влияет на рыночную стоимость компании только тогда, когда его права голоса достаточно близки к правам голоса крупнейшего собственника<sup>1</sup>.

#### 2.4. РОЛЬ ГОСУДАРСТВА И РАБОТНИКОВ КОМПАНИИ В КОРПОРАТИВНЫХ КОНФЛИКТАХ

В странах континентальной Европы роль государства в корпоративных конфликтах в основном связана с протекционистскими стимулами и проявляется, как правило, при угрозе поглощения крупной национальной компании иностранной корпорацией. Типичным примером протекционизма может служить поведение испанского правительства в борьбе за контроль над крупнейшей национальной электроэнергетической компанией Endesa<sup>2</sup>. Компания была приватизирована в конце 1990-х годов, и на конец 2005 г. доля государства в ней составляла всего 2,95%, а самым крупным ее акционером являлся банк Caja Madrid с пакетом в 9,93%. В сентябре 2005 г. крупнейший дистрибьютор природного газа в стране – компания Gas Natural<sup>3</sup> объявила тендерное предложение акционерам Endesa по цене 21,30 евро за акцию. В случае объединения Испания получила бы «национального чемпиона» в энергетическом секторе и одного из крупнейших игроков на глобальном рынке<sup>4</sup>.

(33)

<sup>1</sup> Некоторые исследования, напротив, не находят однозначного подтверждения тезиса о положительном влиянии «множественности» крупных акционеров или приходят к противоположным выводам. См, например: *Faccio M., Lang L., Young L.* Dividends and Expropriation // *American Economic Review*. Vol. 91. No. 1. 2001. P. 54–78; *Earl J.S., Kucsera C., Telegdy Á.* Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: do too many cooks spoil the goulash? // *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 3. Iss. 2. 2005. P. 254–264.

<sup>2</sup> В 2006 г. рыночная доля компании составляла 38,1% в генерации и 43,1% – в распределении электроэнергии.

<sup>3</sup> На тот момент 70% испанского рынка и 100% каталонского.

<sup>4</sup> Для описания кейса использовался материал Гарвардской школы бизнеса: *Villalonga B., Silverberg R.* Acciona and the Battle for Control of Endesa. Harvard Business School case. No. 9-210-029. 2009.

Испанское правительство социалистов поддержало предложенную сделку, равно как и власти Каталонии, где базировалась Gas Natural. В то же время менеджмент компании посчитал предложенную цену чересчур низкой: рыночная цена акций Endesa до объявления о намерениях Gas Natural составляла 18,56 евро и демонстрировала положительную динамику. Еще одна (возможно, даже основная) причина негативного отношения менеджмента Endesa была связана с политическими соображениями, поскольку он симпатизировал оппозиционной правоцентристской Народной партии, выступившей против поглощения мадридской компании каталонской.

Защищаясь от поглощения, менеджмент компании нашел «белого рыцаря» в лице немецкого энергетического гиганта E.ON, который в феврале 2006 г. предложил 27,50 евро за акцию, что существенно превышало предложение Gas Natural. Руководство E.ON обещало оставить прежнюю команду менеджеров и не менять разработанный ими стратегический план развития компании. Одновременно менеджмент Endesa через суды добился временной приостановки предложения Gas Natural.

Однако даже в случае поглощения Endesa, контроль E.ON был бы существенно ограничен двумя положениями устава компании: (1) права голоса любого акционера ограничены 10% вне зависимости от его доли и (2) представители конкурентов не могут входить в состав ее совета директоров. Поэтому в качестве условия поглощения E.ON выставил отмену этих положений, что могло быть сделано только большинством голосов на собрании акционеров.

Испанское правительство встретило предложение немецкого концерна враждебно, поскольку стремились избежать перехода крупной испанской компании под контроль иностранцев<sup>1</sup>. Власти в срочном порядке

(34)

<sup>1</sup> Официальный представитель правительства Испании Фернандо Мораледа (Fernando Moraleda) заявил: «Мы сделаем все, что в нашей власти для того, чтобы испанские энергокомпании оставались испанскими... Правительство убеждено, что в таких стратегических секторах, как энергетика, Испания должна иметь сильные суверенные компании, которые могли бы принимать независимые решения».

расширили права Национальной комиссии по энергетике Испании, разрешив ей блокировать сделки по поглощению отечественных энергокомпаний, в которых покупателем выступает зарубежная компания.

В конце июля 2006 г. после затяжного рассмотрения комиссия все же дала разрешение концерну E.ON на покупку Endesa, но выставила ряд условий по продаже значительной части ее активов в случае поглощения. Эти условия оказались неприемлемыми для E.ON и Endesa. Обе компании обратились в Министерство промышленности Испании и Еврокомиссию с просьбой отменить требования Национальной комиссии по энергетике, поскольку препятствия, чинимые сделке, противоречили Европейскому закону о свободном перемещении капитала в Европейском союзе.

26 сентября 2006 г. Еврокомиссия отменила условия и, казалось, освободила для E.ON путь к поглощению Endesa. Но примерно в то же время испанский конгломерат Acciona неожиданно купил на рынке 10% Endesa, увеличив впоследствии свою долю до 21%. Ни менеджмент Endesa, ни E.ON не были готовы к такому повороту событий. Тем не менее, руководство E.ON немедленно отреагировало существенным повышением цены предложения до 35 евро за акцию<sup>1</sup>. Впоследствии германский концерн поднял цену до 38,75 евро за акцию, и это было окончательное предложение, срок которого истекал 29 марта 2007 г.

Однако в конце февраля – начале марта теперь уже итальянский энергетический гигант Enel купил на рынке 25% Endesa. За неделю до этой сделки премьер-министр Испании Хосе Луис Родригес Сапатеро (José Luis Rodríguez Zapatero) встречался с премьер-министром Италии Романо Проди (Romano Prodi). К тому же, поскольку Enel была частично государственной компанией, покупка ею более чем 10% акций Endesa должна была получить одобрение испанского правительства. Все это породило слухи о сговоре Enel, Acciona и испанских властей, доказательств которого, впрочем, найти не удалось.

<sup>1</sup> Ранее E.ON снизил свою цену с 27,50 до 25,40 евро, поскольку Endesa выплатила акционерам специальный дивиденд.

(35)

В результате Acciona, Enel и испанское правительство вместе получили контроль над 49% акций Endesa. Стало ясно, что E.ON не сможет набрать нужного числа голосов, чтобы внести необходимые изменения в устав компании и в конце концов немецкий концерн отказался от поглощения<sup>1</sup>.

В то время как пример Endesa демонстрирует победу протекционизма, в случае с поглощением немецкого строительного гиганта Hochtief испанской компанией ACS правительство ФРГ предпочло не вмешиваться в сделку, несмотря на протесты трудового коллектива компании, ее менеджмента и ряда политиков Социал-демократической партии, которые пытались пролоббировать поправки в закон о поглощениях, призванные затруднить сделку. На текущий момент сделка не завершена, доля ACS приближается к 40% голосующих акций<sup>2</sup> и она готовится к дальнейшему поглощению.

Протесты профсоюзов, менеджмента и политических лидеров против враждебных поглощений показательны для континентальной Европы. В европейской социал-демократической культуре отсутствует приоритет «акционерной стоимости» (shareholder value), присущий англосаксонским странам<sup>3</sup>. Поэтому политики, следуя электоральным стимулам, в целом склонны защищать интересы контролирующих собственников и профсоюзов, но не миноритарных акционеров<sup>4</sup>. Рабочие и менеджеры, в свою очередь, являются есте-

(36)

(37)

ственными союзниками в борьбе с потенциальными поглотителями<sup>1</sup>.

Так, в одной из наиболее громких попыток враждебного поглощения 1990-х германский металлургический концерн Krupp сделал тендерное предложение акционерам другой металлургической компании Thyssen AG, оценивающее компанию в 15 млрд марок. До информации о предложении Krupp компания стоила на рынке 12 млрд. Менеджмент Thyssen начал агрессивную кампанию по защите от поглощения в прессе, подключив к ней профсоюзы и политиков. Его представители заявили о намерениях захватчика распродать активы компании для выплат акционерам, игнорируя интересы рабочих. В свою очередь, профсоюзы устроили многотысячную демонстрацию. Практически весь политический спектр ФРГ высказался против сделки<sup>2</sup>. В результате Krupp отозвал тендерное предложение и стороны договорились о мирном слиянии, условием которого стало сохранение рабочих мест. Стоимость Thyssen после этой новости вернулась на прежний уровень в 12 млрд марок<sup>3</sup>.

## 2.5. АКЦИОНЕРЫ-АКТИВИСТЫ В ЕВРОПЕ

Мода на акционерный активизм, заданная американскими хедж-фондами, пришла и в Европу, где свою деятельность развернули как заокеанские, так и европейские фонды. Поскольку, как уже отмечалось, миноритариям сложно бороться с контролирующим акционером, активисты в основном действуют в компаниях, где такой акционер отсутствует. Что касается целей и методов, европейский активизм схож с американским, хотя существу-

<sup>1</sup> Acciona и Enel объявили о намерении сделать тендерное предложение акционерам Endesa по цене чуть выше цены E.ON. В результате немецкий концерн решил сдаться, а в обмен на отказ Acciona и Enel согласились продать E.ON часть активов Endesa в случае получения контроля над компанией. См.: E.ON drops Endesa bid amid protectionism concerns, <http://www.euractiv.com/en/energy/eon-drops-endesa-bid-amid-protectionism-concerns/article-162970>

<sup>2</sup> <http://www.hochtief.com/>

<sup>3</sup> Roe M. Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. Oxford University Press. USA. 2006.

<sup>4</sup> Pagano M., Volpin P.F. The Political Economy of Corporate Governance//American Economic Review. Vol. 95. No. 4. 2005. P. 1005–1030.

<sup>1</sup> Pagano M., Volpin P.F. Workers, Managers, and Corporate Control// Journal of Finance. Vol. 60. Iss. 2. 2005. P. 841–868.

<sup>2</sup> Министр труда Германии заявил, что враждебные поглощения являются языком Дикого Запада, а не социальной рыночной экономики.

<sup>3</sup> Hellwig M. On the economics and politics of corporate finance and corporate control. In Xavier Vives, ed.: Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives. Cambridge University Press. Cambridge. UK. 2000.

ют некоторые различия, обусловленные тем, что законодательство в Европе задает несколько иные рамки для осуществления стратегий активистов. Например, в Европе миноритарному акционеру, как правило, сложнее подать иск против членов совета директоров, зато проще номинировать своего представителя в состав совета или созвать внеочередное собрание акционеров.

Одним из наиболее известных успешных примеров акционерного активизма в Европе стали действия британского фонда Children's Investment Fund в Deutsche Börse (Немецкой фондовой биржи) по предотвращению поглощения LSE (Лондонской фондовой биржи) в 2005 г. Глава хедж-фонда Крис Хон (Chris Hohn) считал сделку неоправданной и предпринял публичную атаку на менеджмент Deutsche Börse, обвинив ее генерального директора Вернера Сейферта (Werner Seifert) в намерении «построить империю», не учитывая интересы акционеров. Вместо этого К. Хон предлагал направить свободные средства Deutsche Börse на выкуп собственных акций. Благодаря активной компании ему, как и Уитуорту в случае с Home Depot, удалось привлечь на свою сторону большинство инвесторов. Примечательно, что их состав в течение кампании радикально поменялся: многие немецкие инвесторы продали свои акции американским и британским инвесторам. В результате гендиректору и нескольким членам наблюдательного совета пришлось уйти в отставку, а сделка была отменена<sup>1</sup>.

Результаты свежего исследования по европейскому активизму<sup>2</sup>, в целом согласуются с выводами работ, посвященных активизму в США. Изучив 362 случая активизма в Европе за период с 2000 по 2008 г., его авторы обнаружили, что средний горизонт инвестирования хедж-фондов достаточно длительный (более двух лет),

(38)

а активные действия приводят не только к краткосрочному, но и к долгосрочному росту доходности акций компании-цели. Наибольшая доходность связана со случаями, когда деятельность акционеров-активистов приводила либо к значительной реструктуризации, либо к продаже компании.

(39)

1 По материалам кейсов Гарвардской школы бизнеса: *Cohen R. B., Sandbulte J.B. The Children's Investment Fund*, 2005. Harvard Business School case. No. 9-206-092. 2006; *Crane D.B., Stachowiak-Joulain M. Deutsche Borse and the European Markets*. Harvard Business School case 9-206-082. 2006.

2 *Becht M., Franks J., Grant J. Hedge Fund Activism in Europe*. ECGI Finance Working Paper. No. 283/2010. 2010.

## Раздел 3

# КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В РОССИИ

## КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В РОССИИ

(42)

Корпоративные конфликты в России стали возникать еще в 1990-х годах с появлением частных корпораций. Несовершенство законодательства и крайняя слабость правоприменительной системы стимулировали экспроприацию миноритариев контролирующими акционерами, передел собственности и возникновение феномена российского рейдерства. Со временем, однако, корпоративное право совершенствовалось, распределение собственности более-менее стабилизировалось, суды стали компетентнее и жестче в борьбе с рейдерами. В результате в настоящее время «беспредельные» конфликты образца конца 1990-х – начала 2000-х годов встречаются значительно реже. С другой стороны, очевидно, что полностью решить проблему защиты интересов как миноритарных, так и крупных акционеров, не удалось. Поскольку коррупция по-прежнему остается серьезной проблемой, законодательными мерами улучшить ситуацию можно лишь отчасти.

Безусловно, корпоративные конфликты – это неотъемлемая часть рыночной экономики и они происходят даже в странах с эффективной правовой системой. Однако в России конфликты по-прежнему гораздо чаще связаны с серьезными злоупотреблениями крупных акционеров и менеджеров. Сложно себе представить конфликты, подобные конфликтам в «Ингосстрахе» или ТГК-2,

происходящие, к примеру, в США, Великобритании или Швеции, да еще и в течение длительного времени. В этих странах контролирующий акционер вряд ли рискнул бы столь открыто нарушать права миноритариев, поскольку судебная система и регуляторы должным образом защитили бы их права.

### 3.1. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И КРИЗИС

(43)

Кризис благоприятствует возникновению корпоративных конфликтов, поскольку противоречия внутри компании, которые сглаживались в благополучные годы, в условиях кризиса обостряются. Особенно наглядно это проявляется в среде со слабым корпоративным управлением. Как только российским бизнесменам срочно понадобились финансовые средства, некоторые из них стали заключать странные сделки по покупке непрофильных активов и отказываться от своих обязательств перед миноритарными акционерами. Так осенью 2008 г. Шалва Чигиринский попытался продать свой девелоперский бизнес компании Sibir Energy, в которой на тот момент он являлся одним из основных акционеров. ОГК-3, подконтрольная «Норильскому никелю», приобрела 25%-ный пакет акций «Россия петролеум» у Jarford Enterprises Inc., связанного с одним из основных акционеров ГМК. Примерно в тот же период группа ОНЭКСИМ, отказалась от обязательной оферты акционерам «стратегической» ТГК-4, а группа «Синтез» пошла по аналогичному пути в отношении ТГК-2. Той же осенью 2008 г. производитель детского питания «Нутритек» решил провести делистинг, откровенно заявив, что выкупать акции миноритарных акционеров не собирается. В результате миноритарии оказались в проигрыше: многим фондам пришлось продать свои акции, чтобы не держать нелистингованные бумаги, в то время как остальные акционеры просто остались с неликвидными бумагами. После объявления о делистинге цена акций «Нутритека» за несколько дней упала более чем в два раза<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Бушуева Ю. Корпоративное управление: Деньги или репутация // Ведомости. 27 октября 2008.

Подобное воздействие кризиса на корпоративное управление не стало чисто российской особенностью. Так, Симон Джонсон, Питер Бун, Аластер Брич и Эрик Фридман<sup>1</sup>, исследуя 25 развивающихся рынков в период «азиатского кризиса» 1997–1998 гг., выяснили, что при прочих равных условиях в странах со слабыми институтами корпоративного управления падение фондового рынка и национальной валюты было сильнее. Авторы предложили простое объяснение: в кризис доходность инвестиций падает, что делает вывод средств из компании более привлекательным для контролирующих собственников и приводит к большему чистому оттоку капитала из страны. Две другие работы, исследуя доходность акций компаний из разных стран во время «азиатского»<sup>2</sup> и последнего<sup>3</sup> кризиса, пришли к выводу, что менее прозрачные компании (транспарентность, как известно, выступает неотъемлемым компонентом корпоративного управления) испытывали большее падение котировок во время кризиса.

(44)

Впрочем кризис привел не только к противостоянию миноритариев и мажоритарных акционеров, но также продемонстрировал широкий спектр корпоративных конфликтов.

### 3.2. РАЗНОВИДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ КОНФЛИКТОВ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Вследствие сложившейся в российских компаниях концентрированной структуры собственности и существенного участия государства в экономике, корпоративные конфликты в России можно условно разделить на четыре основных типа:

1 Johnson S.H., Boone P.D., Breach A., Friedman E. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis//Journal of Financial Economics. Vol. 58. No. 1–2. 2000. P. 141–186.

2 Mitton T.A. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis//Journal of Financial Economics. Vol. 64. Iss. 2. 2002. P. 215–241.

3 Akhunanov I., Enikolopov R., Gorjaev A., Petrova M. Transparency in Crisis: Effects of Firm-Level and Country-Level Governance Institutions. New Economic School working paper. 2010.

- миноритарий против мажоритарного акционера;
- миноритарий против менеджмента/совета директоров госкомпании;
- между крупными акционерами;
- между основным собственником и рейдером/гринмэйлером.

Поскольку анализу российского рейдерства за прошедшее десятилетие было посвящено немало публикаций<sup>1</sup>, в рамках настоящего исследования мы сосредоточимся на первых трех типах конфликтов.

### 3.3. КОНФЛИКТЫ ТИПА «МИНОРИТАРИЙ ПРОТИВ МАЖОРИТАРНОГО АКЦИОНЕРА» В ЧАСТНЫХ КОМПАНИЯХ

(45)

В данном подразделе будет рассмотрен ряд конфликтов, связанных с самыми разными вариантами спорных действий со стороны контролирующих акционеров: сделки с заинтересованностью, неисполнение обязательного предложения, несправедливая, с точки зрения миноритариев, оценка активов при реорганизации, слиянии или вытеснении, размывающая долю миноритариев допэмиссия акций, вытеснение их представителей из совета директоров.

Все эти конфликты имеют общую особенность: несмотря на несомненный прогресс в совершенствовании корпоративного законодательства в последние годы, миноритарии по-прежнему часто сталкиваются со значительными трудностями в отстаивании своих прав. Хотя конфликты между миноритарными и мажоритарными акционерами характерны и для благополучной Европы, в России они зачастую связаны с более явным и грубым ущемлением прав миноритариев.

Одним из наиболее громких конфликтов последних лет стало противостояние в «Ингосстрахе» между

1 Новейшие тенденции в этой сфере описаны, например, в: *Осипенко О.В.* Корпоративные конфликты. Противодействие рейдерству и корпоративному шантажу//Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск II/Под. ред. А. Е. Шаститко. М.: НСКУ, 2009. С. 169–191.

чешским фондом PPF Investments, являющимся крупным акционером (38,5% акций) и «Базовым элементом» Олега Дерипаски, контролирующим компанию (около 60% акций). В этом конфликте, начавшемся в 2007 г., мажоритарный собственник применил целый арсенал методов «притеснения» и экспроприации миноритария. Началось все с того, что Александр Мамут, бывший с 2002 по 2006 г. партнером О. Дерипаски в «Ингосстрахе», решил выйти из акционерного капитала компании из-за разногласий между партнерами во взглядах на ее развитие<sup>1</sup>. Сначала А. Мамут хотел продать свою долю О. Дерипаске, однако стороны не сошлись в цене. В результате в 2007 г. А. Мамут уступил свою долю чешскому фонду PPF Investments якобы в нарушение договоренности между ним и О. Дерипаской<sup>2</sup>.

(46)

Осенью 2007 г. «Базовый элемент» попытался провести допэмиссию, не уведомив PPF. Узнав об этом, чешский фонд обратился в суд, который встал на его сторону и признал недействительными результаты собрания акционеров, утверждавшего эмиссию. В декабре 2007 г. и январе 2008 г. на собраниях акционеров «Ингосстраха» были приняты дискриминационные требования к членам совета директоров (в частности, наличие гражданства РФ). Чешский фонд снова подал иск. На сей раз суды первой и второй инстанций отказали в его удовлетворении. Однако Федеральный арбитражный суд Московского округа (ФАС МО) поддержал претензии фонда и отменил дискриминационные требования к директорам. В ходе двух других собраний акционеров в 2008 г. «Базовый элемент» различными методами препятствовал учету голосов PPF при избрании совета директоров. Чешский фонд снова обратился в суд и вновь выиграл иски.

Последними по хронологии злоупотреблениями в «Ингосстрахе» стали сделки с заинтересованностью на многие миллиарды рублей с компаниями, связанными

1 Рожков А. Не тому продал // Вестник. 18 апреля 2007.

2 См., например: Черницкий О. Чешский гамбит // Smart Money. 10 декабря 2007.

с «Базовым элементом». При этом структуры, аффилированные с «Базовым элементом» и являющиеся акционерами «Ингосстраха» (три ООО) голосовали за одобрение сделок, хотя, по сути, не имели права вообще принимать участие в голосовании. PPF опять подал иск, однако «Базовый элемент» и голосовавшие за сделки акционеры «Ингосстраха» «открестились» от аффилированности. Формально аффилированность не была доказана и PPF пока не удалось оспорить сделки в суде<sup>1</sup>.

Примечательно, что в конфликте в «Ингосстрахе», суды все-таки довольно часто по российским меркам вставали на сторону миноритария. Возможно, это было связано с тем, что некоторые нарушения были слишком очевидными. Вдобавок «Базовый элемент» нарвался на опытного соперника (глава фонда Петр Келлер имеет богатый опыт инвестирования в России, начиная еще с ваучерной приватизации), обладающего солидным пакетом акций в компании.

(47)

В двух следующих конфликтах – в ТГК-2 и ТГК-4 – миноритариям пока везло меньше. Оба конфликта наглядно демонстрируют несовершенство института обязательного предложения. В обоих случаях основной акционер избегает исполнять обязательную оферту, несмотря на превышение 30%-го порога владения акциями компаний. В случае с ТГК-2 компания «Корес Инвест», дочка «Группы Синтез», в 2008 г. купила более 30% ТГК-2 и согласно законодательству выставила оферту остальным акционерам. Однако из-за наступившего вскоре кризиса реализация оферты по заявленной цене стала крайне невыгодной. К тому же партнер «Синтеза», немецкая энергетическая компания RWE AG, отказался от сотрудничества по покупке и управлению ТГК-2<sup>2</sup>.

С тех пор «Синтез» прибегал к разнообразным ухищрениям для того, чтобы избежать исполнения оферты. Его основная уловка заключалась в сле-

1 Обо всех перипетиях конфликта в «Ингосстрахе» можно прочитать в подборке прессы на сайте АПИ в разделе «конфликты», [http://www.corpgov.ru/bd/index.php3?base\\_id=4](http://www.corpgov.ru/bd/index.php3?base_id=4).

2 Перетолчина А., Мазнева Е. Не договорились // Вестник. 22 сентября 2008.



дующем. ТГК-2 является стратегическим предприятием, поскольку имеет лицензию на использование радиационных источников и радиоактивных веществ. Между тем у «Корес Инвест» имеется сестринская компания, зарегистрированная на Кипре. Таким образом, «Корес» входит в «группу лиц с иностранным участием», следовательно, не может владеть контрольным пакетом стратегического предприятия<sup>1</sup>. Дело в том, что аффилированность в законе об иностранных инвестициях понимается широко, и российские компании, у которых имеются зарубежные «дочки», оказываются в «группе лиц с иностранным участием».

Основываясь на этом, в июне 2009 г. «Корес» подает иск, в котором требует признать договоры купли-продажи в рамках оферты недействительными, поскольку согласия на сделку у правительства компания не получила<sup>2</sup>. Миноритарии попытались оспорить это решение, аргументируя свою позицию тем, что у «Кореса» нет ни одного зарубежного бенефициара, а иностранные аффилированные лица не участвуют в сделке. В июле и августе 2009 г. Арбитражный суд Москвы вынес решения в пользу «Корес Инвест», апелляции и кассации миноритариев были отклонены, а Высший арбитражный суд летом и осенью 2010 г. не нашел оснований для рассмотрения жалобы<sup>3</sup>.

В конце 2010 г. миноритарии ТГК-2 направили запрос в Федеральную антимонопольную службу (ФАС), которая пришла к выводу, что сделка по покупке «Синтезом» контрольного пакета ТГК-2 не требовала разрешения правительственной комиссии, поскольку «Корес Инвест» не является иностранным инвестором. Таким образом, позиции ФАС и судебных органов разошлись. Основываясь на позиции ФАС, миноритарии

(48)

1 Дзагуто В., Занина А. «Синтез» спрятался за «группой лиц» //Коммерсантъ. 8 июля 2010.

2 Перетолчина А. Полезная радиация //Ведомости. 10 июня 2009.

3 Перетолчина А. Победа «Синтеза» //Ведомости, 3 августа 2010; Щитов Д. Информационное сообщение Российского агентства правовой и судебной информации (РАПСИ). Москва. 18 октября 2010. 12:20.

подали иск о пересмотре дела в связи с вновь открывшимися обстоятельствами<sup>1</sup>, решение по которому пока не вынесено.

История с ТГК-4 очень схожая, с той лишь разницей, что группе ОНЭКСИМ не надо было искать иностранных «дочек» или «сестер», так как она сама зарегистрирована за рубежом. Как и в случае с ТГК-2, миноритариям ТГК-4 до сих пор не удалось отстоять свою позицию в судах<sup>2</sup>. ТГК-2 и ТГК-4 не единственные компании, в которых мажоритарные собственники пытаются отказаться от обязательной оферты<sup>3</sup>. В 2008 г. «Газпром» не сделал оферту акционерам ТГК-1, хотя превысил 30%-й порог<sup>4</sup>. Правда в этом случае миноритарии не стали обращаться в судебные инстанции.

Другой распространенный тип конфликтов между мажоритарными и миноритарными акционерами касается разногласий в оценке активов при слияниях, «вытеснениях», реструктуризациях и т.п. Так, недавний конфликт в компании «Сильвинит» относительно слияния с «Уралкалием» поднимает вопрос о защите интересов миноритариев от оценки, навязанной контролирующим собственником. Хотя однозначно о несправедливых коэффициентах обмена обыкновенных акций говорить сложно, более чем 60%-ный дисконт, примененный к привилегированным акциям «Сильвинита» по отношению к обыкновенным, трудно назвать справедливым<sup>5</sup>. Предложенные коэффициенты были фактически навязаны контролирующей группой и миноритариям ничего не оставалось, как обратиться в суд. В конце февраля 2011 г. Арбитражный суд Пермского края приостановил сделку, наложив ряд обеспечительных мер. Однако

(49)

1 РИА Новости. Москва. 19 января 2011. 18:18.

2 См. сайт АПИ, раздел «конфликты», [http://www.corpgov.ru/bd/index.php3?base\\_id=4](http://www.corpgov.ru/bd/index.php3?base_id=4).

3 Деловые новости. Правила игры //Коммерсантъ. 17 марта 2011.

4 Мазнева Е., Перетолчина А. Виртуозы оферт //Ведомости. 10 февраля 2010.

5 См. презентацию Ассоциации по защите прав инвесторов, <http://www.corp-gov.ru/upload/file/0302.pdf>

в конце марта и середине апреля обеспечительные меры были отменены<sup>1</sup>. По всей видимости, уже ничто не сможет помешать слиянию.

В 2007–2008 гг. в компании РИТЭК миноритарии конфликтовали с контролирующим акционером – НК «Лукойл» из-за сильно завышенной, по их мнению, оценки присоединяемого ОАО «Назымгеодобыча»<sup>2</sup>. Предотвратить присоединение не удалось, а фонд Prosperity Capital Management, протестовавший против сделки и скупавший акции других миноритариев во время конфликта, в конечном итоге продал свою долю «Лукойлу»<sup>3</sup>.

Еще один пример конфликта вокруг оценки активов связан с дополнительной эмиссией акции «Ульяновскцемента» в 2008 г. Контролирующий акционер компании «Евроцемент» решил оплатить акции не денежными средствами, а активами. При этом их стоимость, определенная оценщиком, в сотни раз превышала стоимость тех же активов, установленную этим же оценщиком всего за полгода до решения о допэмиссии для сделки принудительного выкупа акций миноритарных акционеров «Евроцемента»<sup>4</sup>. В конце концов миноритарии, голосовавшие против сделки, перевели средства за акции в количестве достаточном для того, чтобы у них после допэмиссии осталось около 7%. Сам «Евроцемент» акции не оплатил (возможно, из-за того что планировал впоследствии сделать принудительный выкуп, но из-за решения миноритариев участвовать в допэмиссии это стало невозможным)<sup>5</sup>, и допэмиссия не состоялась.

(50)

1 Промышленность и энергоресурсы//Наталье Филевой разрешили купить S7//Коммерсантъ. 21 марта 2011.

2 См. информационные материалы АПИ, <http://www.corp-gov.ru/upload/file/ob.doc>

3 Тутушкин А., Малькова И. Мир в РИТЭК//Ведомости. 18 марта 2009.

4 Презентация Prosperity Capital Management. Злоупотребления эмитентов и мажоритарных акционеров при принудительном выкупе акций. Манипуляция оценкой, <http://www.corp-gov.ru/upload/file/dspirin.ppt>.

5 Утехин А., Назарова Е. Миноритарии сумели постоять за себя//Ведомости. 23 января 2009.

### 3.4. Координация действий миноритариев

Важную роль в защите прав миноритарных акционеров играют ассоциации крупных миноритариев (как правило, фондов), которые координируют их действия. Такие объединения являются нормой в западных странах. В США, например, в конце 1980-х – начале 1990-х большую известность приобрела United Shareholders Association, основанная известным рейдером и активистом Томасом Буном Пикенсом (Т. Boone Pickens). Сегодня в США одной из крупнейших ассоциаций институциональных инвесторов является Council of Institutional Investors, представляющий интересы пенсионных фондов. Важную функцию также выполняют консалтинговые компании, такие как ISS/Riskmetrics и Glass Lewis & Co, дающие рекомендации по голосованию миноритарным акционерам в десятках тысяч компаний по всему миру, включая Россию.

(51)

Например, ISS и Glass Lewis выступали со своими рекомендациями по избранию совета директоров в «Норильском никеле» в течение всего периода конфликта между «Русалом» и «Интерросом». В 2005 г. в разгар противостояния между акционерами «ВымпелКома» ISS приняла сторону Альфа-Групп, рекомендовав миноритариям поддержать сделку по приобретению оператора связи «Украинские радиосистемы». А совсем недавно ISS высказалась в поддержку слияния «Уралкалия» и «Сильвинита». По данным 2008 г. ISS в общей сложности мониторит деятельность 413 российских компаний<sup>1</sup>.

Роль российского координатора действий миноритариев взяла на себя Ассоциация по защите прав инвесторов. АПИ не только дает рекомендации по голосованиям, но и организует подачу судебных исков миноритариев, выдвижение независимых кандидатов в советы директоров, а также осуществляет информационную поддержку миноритарных акционеров в корпоративных конфликтах. В 2009 г. АПИ удалось получить 23 места в советах

1 Хренников И., Герасимова А. Великий диктатор//Smart Money. 30 июня 2008. №23.

директоров 20 компаний (среди них «Акрон», «Дальсвязь», ОГК-2, Холдинг МРСК и др.)<sup>1</sup>. Ассоциация неоднократно принимала участие на стороне миноритариев в спорах в дочерних компаниях «Связьинвеста», в конфликтах в ТГК-2 и ТГК-4, а также в конфликте по поводу слияния «Уралкалия» и «Сильвинита». Вместе с тем круг инвесторов, интересы которых АПИ представляет, невелик. Сейчас ассоциация насчитывает всего 25 членов, в основном зарубежные инвестиционные фонды. Для сравнения в американском Council of Institutional Investors состоит более 130 компаний, управляющих активами общей стоимостью более 3 трлн долларов. Кроме того, возможности АПИ серьезно ограничены общими проблемами российского корпоративного управления и правоприменения, включая дефицит квалифицированных независимых директоров в советах и подверженность судов влиянию контролирующих собственников.

(52)

### 3.5. Миноритарии против госкомпаний

Отдельный сюжет, специфический для России, – это конфликты между миноритариями и менеджментом/советом директоров в компаниях, находящихся под контролем государства. Эта проблематика крайне актуальна, принимая во внимание масштабы участия государства в российской экономике. Так, по данным исследования прозрачности российских компаний, проведенного Standard & Poor's и Российской экономической школой в 2010 г.<sup>2</sup>, 30 из 90 крупнейших публичных компаний прямо или опосредованно контролируются государством, а еще в 9 компаниях государство имеет блокпакет. В терминах рыночной капитализации публичные компании с государственным участием составляют около половины российского фондового рынка.

<sup>1</sup> Раздел «независимые директора», <http://www.corp-gov.ru/projects/boards.php3>

<sup>2</sup> Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2010 г.: Умеренный рост прозрачности за счет компаний электроэнергетического сектора. М.: Standard & Poor's, 19 ноября 2010.

В корпоративном управлении российских госкомпаний существует ряд серьезных проблем<sup>1</sup>. Первая заключается в том, что цели государства не обязательно подчинены задаче максимального увеличения акционерной стоимости. Например, госкомпаниям может «сверху» навязываться выполнение социальных или политических задач в ущерб интересам миноритарных акционеров. Вторая и, возможно, более серьезная проблема состоит в том, что «государство» – это абстрактный акционер. В принципе конечные бенефициары госпакета – граждане России. Однако реально управлением пакета государства занимаются различные ведомства или госкорпорации, которые делегируют своих представителей в совет директоров компании. При этом решения по ключевым вопросам утверждаются Председателем Правительства Российской Федерации. Такая цепочка – от граждан России к менеджерам госкомпаний – усугубляет «проблему агентских отношений», особенно с учетом того, что директорам-чиновникам зачастую не хватает компетенции в специфических вопросах ведения бизнеса в той или иной компании. Существенной проблемой в госкомпаниях продолжает оставаться коррупция, в результате чего могут приниматься решения, невыгодные для компании, но обогащающие чиновников, менеджеров или их окружение. К примеру, СМИ неоднократно обращали внимание на странные сделки по продаже активов госкомпаний по низкой цене непонятным структурам, которые затем перепродавали эти активы заметно дороже.

(53)

Указанные проблемы неизбежно приводят к конфликтам между миноритарными акционерами и менеджментом/советом директоров госкомпаний. Так, миноритарии дочерних компаний «Связьинвеста» на протя-

<sup>1</sup> Исчерпывающее описание проблем в компаниях с государственным участием приведено, например, в *Кочетыгова Ю. Экспансия государственных компаний: корпоративное управление и эффективность экономики. Быстрое расширение государственных компаний и их роли в экономике требует специальной модели корпоративного управления. Standard & Poor's. 9 марта 2007. См. также Швырков О. Инфраструктура корпоративного управления в России. М.: Standard & Poor's. 18 декабря 2008.*

жении многих лет регулярно высказывали недовольство сомнительными сделками, которые головная компания навязывала межрегиональным компаниям связи (МРК). В 2002–2004 гг. серьезные вопросы вызвали непрозрачные сделки по продаже «дочками» «Связьинвеста» (в частности, «Северо-западным телекомом» и «Южной телекоммуникационной компанией») сотовых активов по сильно заниженным, по мнению миноритариев, ценам<sup>1</sup>. Однако иски миноритариев, пытавшихся оспорить сделки, не увенчались успехом.

Другой пример конфликта в дочерних структурах «Связьинвеста» связан с навязанной МРК покупкой IT-систем Oracle и Amdocs по завышенным ценам в 2003–2004 гг. К протестам миноритариев менеджмент «Связьинвеста» не прислушался. В результате МРК понесли убытки от «внедрения» этих систем (биллинговая система Amdocs так и осталась невнедренной, а Oracle была внедрена неполностью)<sup>2</sup>. В конфликте вокруг участия в проекте «Системы гибридной печати» миноритариям МРК все же удалось отстоять свою позицию. Несмотря на то что независимые директора в «дочках» «Связьинвеста» составляют меньшинство, постоянная публичная критика сделки миноритариями, по-видимому, внесла вклад в то, что она в конечном итоге не состоялась<sup>3</sup>.

(54)

### 3.6. АКЦИОНЕРНЫЙ АКТИВИЗМ ПО-РУССКИ. Роль СМИ

Перспективы миноритариев в конфликтах с руководством госкомпаний не столь безнадежны, как это может показаться на первый взгляд. Дело в том, что у миноритарного акционера всегда имеется возможность апеллировать к правительству и другим госорганам,

1 См., например, сайт АПИ, раздел «конфликты», материалы, посвященные ОАО ЮТК, а также: *Коник Л.* Северо-западный телеком оправдывается // *Ведомости*. 16 мая 2002.

2 *Сальманов О.* Инвестиции впустую // *Ведомости*. 1 апреля 2009.

3 См. подборку материалов на сайте АПИ, раздел «конфликты».

с тезисом: «Смотрите, эти люди обворовывают государство и граждан России», создавая при этом широкий общественный резонанс через публикации в СМИ. В отношении частной компании такая тактика гораздо менее эффективна, поскольку рядовые граждане практически не владеют акциями частных корпораций и в большинстве своем им мало дела до злоупотреблений в таких компаниях<sup>1</sup>. Стратегию использования СМИ как орудия в борьбе с госкомпаниями широко практиковали два, пожалуй, наиболее известных, правда с неоднозначной репутацией в деловых кругах, миноритария 2000-х гг. Билл Браудер (William (Bill) Browder) и Алексей Навальный.

(55)

Фонд Б. Браудера Hermitage Fund начал применять стратегию активизма еще в конце 1990-х. Его первый успех был связан с деятельностью частной нефтяной компании «Сиданко» в 1996–1997 гг.<sup>2</sup>. Контролирующие акционеры компании планировали провести эмиссию конвертируемых облигаций по закрытой подписке, что существенно размыло бы долю Hermitage. Фонд представил в выгодном ему свете информацию о готовящейся сделке западным СМИ, в частности The Financial Times и The Wall Street Journal. Расчет Б. Браудера строился на том, что контролирующие собственники «Сиданко» дорожили своей репутацией в глазах западного инвестиционного сообщества. Это в равной степени касалось и руководства ВР, которое в то время владело 10%-ным пакетом акций «Сиданко». История вызвала большой резонанс, ею заинтересовалась ФКЦБ, и в результате эмиссия была отменена.

1 В то же время у «Роснефти» и ВТБ среди акционеров есть множество рядовых граждан, принявших участие в «народных» IPO.

2 Для описания деятельности Hermitage Fund были использованы материалы кейсов: *Dyck A.* The Hermitage Fund: Media and Corporate Governance in Russia. Harvard Business School case. No. 9-703-010. 2002; *McMillan J., Twiss J.* Gazprom and Hermitage Capital: Shareholder Activism in Russia. Stanford Graduate School of Business case. No. IB-36. 2002; а также статьи: *Dyck A., Volchkova N., Zingales L.* The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia // *Journal of Finance*. Vol. 63. Iss. 3. 2008. P. 1093–1135.

Для Hermitage СМИ стали одним из главных инструментов борьбы в продвижении своих бизнес-интересов в России. В среде, с находящимися в стадии становления механизмами корпоративного управления, слабым регулятором и коррумпированными судами, СМИ для Б. Браудера превратились в едва ли ни единственный способ воздействия на контролирующих акционеров. Российские печатные СМИ с высокой репутацией (например, «Ведомости») мало кто читает на Западе, тогда как Б. Браудеру было важно вынести скандалы именно на обозрение западного бизнес-сообщества. Поэтому он сконцентрировался на подаче информации с аргументами в свою пользу через иностранные СМИ, авторитетные в деловых и политических кругах, такие как The Financial Times и The Wall Street Journal.

(56)

Это вовсе не означает, что Б. Браудер не обращался в российские суды. Напротив, иски подавались при каждом удобном случае, однако они использовались не как прямой способ борьбы, а, скорее, как генератор новостей для СМИ. Согласно недавнему исследованию, посвященному влиянию СМИ на корпоративное управление в России<sup>1</sup> в период до 2002 г., Б. Браудер выиграл лишь 8 из 37 исков в России, 6 из которых были исками о защите деловой репутации. Исследование демонстрирует, что стратегия использования СМИ достаточно действенна. Изучив выборку из 98 предполагаемых злоупотреблений по отношению к миноритарным акционерам за период с 1999 по 2002 г., авторы обнаружили, что при прочих равных условиях освещение конфликта в западных СМИ с солидной репутацией вело к статистически значимому увеличению вероятности отмены решения, ущемляющего интересы миноритариев. Каждая дополнительная публикация в среднем увеличивала вероятность полной победы миноритариев на 5 процентных пунктов. При этом освещение конфликта в российских СМИ в среднем никакого значимого эффекта не оказывало.

<sup>1</sup> Dyck A., Volchkova N., Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia // Journal of Finance. Vol. 63. Iss. 3. 2008. P. 1093–1135.

Свою стратегию Б. Браудер использовал впоследствии в борьбе с госкомпаниями, включая «Газпром», «Сбербанк» и РАО ЕЭС. В целом степень успешности действий Hermitage оценивается неоднозначно, хотя, безусловно, делая поправку на российские реалии и силу противников, Б. Браудер добился значимых успехов, особенно если принимать во внимание высокую доходность его фонда.

В «Газпроме», в период когда его возглавлял Рем Вяхирев, несмотря на активную публичную кампанию, Б. Браудеру не удалось ни получить место в совете директоров, ни сменить аудитора, PricewaterhouseCoopers, которого Hermitage подозревал в сговоре с менеджментом. Тем не менее, у экспертов имеются основания полагать, что разоблачения и давление Б. Браудера внесли свой вклад в решения об увольнении Р. Вяхирева и назначении Алексея Миллера в 2001 г., который смог вернуть большую часть выведенных из «Газпрома» активов. В «Сбербанке» Б. Браудер сумел провести своего представителя в совет директоров, но ему не удалось остановить допэмиссию, размывавшую долю миноритариев. Вместе с тем скандал с допэмиссией смог оказать влияние на принятие важных законодательных изменений, касающихся преимущественного права выкупа акций. В РАО ЕЭС Б. Браудеру, не согласному с ущемляющим, по его мнению, права миноритариев планом реформы, за счет активной публичной компании удалось внести коррективы в ее проведение.

(57)

В то же время деятельность Hermitage в «Газпроме», «Сургутнефтегазе» и «Роснефти» в 2002–2005 гг. не увенчалась успехом. Более того, в конце 2005 г. Б. Браудеру без объяснения причин был закрыт въезд в Россию. В 2007 г. произошла история с хищением дочерних компаний Hermitage, а в 2009 г. в СИЗО скончался юрист фонда Сергей Магнитский.

Во второй половине 2000-х гг. Hermitage по объективным причинам ушел в тень, а самым известным акционером-активистом последних лет стал Алексей Навальный. Несмотря на то что А. Навальный, также как и Б. Браудер, борется за права миноритариев в госкомпаниях, между этими двумя фигурами име-

ются значительные различия. Билл Браудер в первую очередь заботился о доходности портфеля своего фонда, поскольку на кону стояли деньги инвесторов, вложившихся в Hermitage. Поэтому, строго говоря, его конечной целью было не вскрывать злоупотребления, а противодействовать планам менеджмента (о которых и так часто было известно инвесторам) с целью повысить цену акций атакуемой им компании.

Алексей Навальный, скорее, борец с коррупцией, общественный активист, нежели обычный акционер-активист. Он выявляет доселе неизвестные подозрительные сделки и сообщает о них широкой публике, а не только инвестиционному сообществу, пытаясь вызвать общественный резонанс. Его основная цель – привлечь внимание общественности к проблемам коррупции в госкомпаниях, а не добиться роста рыночной стоимости собственного «портфеля». А. Навальный не управляет никаким фондом и владеет акциями госкомпаний только как частное лицо. Конечно, если его разоблачения приведут к смене менеджмента и улучшению корпоративного управления в какой-либо из критикуемых им компаний, он заработает на росте котировок, но вероятность такого развития событий в ближайшем будущем невелика. Пока же публичное освещение, например, вызывающих подозрение сделок в группе ВТБ<sup>1</sup> или предполагаемых злоупотреблений в «Транснефти»<sup>2</sup> вряд ли могло повысить их акции – уж точно не в краткосрочной перспективе.

А. Навальный, как и Б. Браудер, в своих интересах активно использует СМИ, но совершенно иным способом. Он адресует свои послания не столько акционерам госкомпаний, сколько тем гражданам, которых волнуют проблемы коррупции, а не притеснения миноритариев. Его блог в Интернете, благодаря своей доступности, как нельзя лучше подходит для достижения этих

(58)

1 См., например, *Говорун Ю., Кудинов В.* Забурились на \$0,5 млрд // Ведомости. 30 ноября 2009, а также блог А. Навального <http://navalny.livejournal.com>

2 См., например, *Гавшина О., Резник И.* Миллиарды из трубы // Ведомости. 17 ноября 2010, а также блог А. Навального.

целей. Благодаря фантастической популярности блога<sup>1</sup>, А. Навальному нет необходимости обращаться в СМИ, поскольку те сами постоянно мониторят блог и транслируют сообщения активиста.

В отличие от успеха Б. Браудера, который можно было измерить доходностью портфеля Hermitage, оценить эффект от деятельности Навального на данный момент довольно трудно. Несмотря на некоторые локальные успехи (например, в случае с предоставлением протоколов заседаний совета директоров «Роснефти»<sup>2</sup>), ни одна из инициатив А. Навального пока не привела к сколько-нибудь значимым изменениям в составе менеджмента или совета директоров, корпоративном управлении, стратегии или существенных корпоративных действиях атакуемых им компаний. Следовательно, пока сложно ожидать, что деятельность А. Навального заметно и положительно повлияет на их капитализацию.

В то же время какими бы ни были истинные мотивы А. Навального, его действия играют важную роль в привлечении внимания общественности к коррупции и другим проблемам в госкомпаниях.

(59)

### 3.7. КОНФЛИКТЫ МЕЖДУ КРУПНЫМИ НЕКОНТРОЛИРУЮЩИМИ АКЦИОНЕРАМИ

В российских условиях высокой ценности контроля над активами, структура собственности с двумя или более крупными акционерами, каждый из которых не является контролирующим, неминуемо сопряжена с риском возникновения конфликта между ними. Возможно, именно поэтому подобные компании немногочисленны по сравнению с компаниями с единоличным контролем. Зато когда войны между крупными акционерами возникают, они, как правило, приобретают широкую огласку, поскольку у противоборствующих сторон имеется серьезный арсенал средств

1 <http://navalny.livejournal.com>

2 *Казьмин Д.* «Роснефти» отказали // Ведомости. 15 февраля 2011.

и мотивация на проведение масштабных PR-кампаний. Необходимо заметить, что в ряде компаний крупный частный акционер сосуществует с акционером в лице государства. По наблюдениям экспертов, в таких компаниях конфликты (по крайней мере, публичные) возникают гораздо реже из-за того, что, по-видимому, частные владельцы не решаются бросать вызов государству или госкомпаниям<sup>1</sup>.

Наиболее громкими примерами конфликтов между крупными акционерами в последние годы являются столкновения интересов «Альфа-Групп» и норвежского «Теленора» в «ВымпелКоме», «Интерроса» и «Русала» в «Норильском никеле», консорциума российских акционеров ААР и ВР в ТНК-ВР, Августа Мейера и консорциума TPG Capital и «ВТБ Капитала» в торговой сети «Лента». В этот перечень можно также добавить недавний конфликт между акционерами «Банка Москвы». Фактически все эти конфликты (кроме последнего) продолжаются с разной степенью интенсивности.

Примечательно, что в трех из перечисленных конфликтов в какой-то момент заключались мировые соглашения (в «Норильском никеле», ТНК-ВР и «ВымпелКоме»), однако через некоторое время, как только появлялся новый повод для обострения разногласий, конфликты возобновлялись. Этот факт наглядно подтверждает тезис о неустойчивости мира в компаниях с несколькими крупными неконтролирующими собственниками. Казалось бы, что мешает акционерам договориться о выкупе одной доли другого? Но, во-первых, на это

(60)

1 Исключения составляют конфликты в «Ленте» между Августом Мейером и консорциумом «ВТБ Капитал» и TGP Capital и в «Банке Москвы» между Андреем Бородиным и ВТБ. При этом если первый случай, в общем-то, похож на обычный конфликт между частными акционерами по поводу оперативного управления компанией, то второй случай достаточно специфический. Фактически мы стали свидетелями враждебного поглощения «Банка Москвы» со стороны ВТБ. При этом крайне важен контекст истории – отставка мэра столицы Юрия Лужкова и связанный с этим последующий передел собственности и сфер влияния в московском бизнесе, см. от редакции: Уценка Лужкова // Ведомости. 18 февраля 2011.

нужно найти солидные финансовые средства. Во-вторых, продав актив даже с солидной премией к рынку, зачастую непросто найти новую сферу для эффективного вложения капитала, поскольку наиболее привлекательные ниши на рынке практически заняты. В-третьих, существует проблема асимметрии информации. В связи с тем что ценность единоличного контроля для каждой из конфликтующих сторон велика, но точно неизвестна противнику, договориться бывает очень трудно, потенциально невозможно<sup>1</sup>. В-четвертых, недоговороспособность может быть обусловлена репутационными соображениями, так как продажа своей доли может восприниматься в деловых и политических кругах как поражение в войне и показатель слабости. В принципе решению корпоративных споров могут содействовать медиаторские организации, которые в досудебном порядке занимаются урегулированием конфликтов. Такую роль выполняют органы альтернативного разрешения споров при Российском союзе промышленников и предпринимателей (РСПП)<sup>2</sup>, однако весомых результатов им добиться пока не удалось.

Конфликтующие стороны нередко апеллируют к государству с просьбой поддержать именно их позицию. Однако на практике органы власти предпочитают оставаться над схваткой, «равноудалаясь» от участников конфликта. Только по косвенным признакам можно судить о благосклонности той или иной властной группировки к одной из конфликтующих сторон. Например, в августе 2010 г. во время поездки в Норильск Председатель Правительства РФ Владимир Путин заметил, что дивидендные выплаты в «Норильском никеле», составляющие 50% чистой прибыли, – это больше, чем у других аналогичных компаний и являются доста-

(61)

1 Myerson R.B., Satterthwaite M.A. Efficient Mechanisms for Bilateral Trading. *Journal of Economic Theory*. Vol. 29. Iss. 2. 1983. P. 265–281; Gomes A., Novaes W. Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism. Working paper. <http://ssrn.com/abstract=277111>

2 Объединенная комиссия по корпоративной этике, Третейский суд, Объединенная служба медиации. См. сайт <http://www.ars-rspp.ru/>

точными. СМИ интерпретировали его слова как косвенную поддержку позиции менеджмента ГМК. Как известно, «Русал» настаивал на выплате более 100% чистой прибыли<sup>1</sup>.

В то же время анализируя фактически завершившийся конфликт в «Банке Москвы» между его теперь уже бывшим президентом Андреем Бородиным и ВТБ можно заключить, что при желании госструктуры способны использовать достаточно мощные инструменты давления на крупного собственника. Так, в декабре 2010 г. вскоре после объявления ВТБ о намерении приобрести «Банк Москвы» Счетная палата Российской Федерации начала комплексную проверку банка, в результате которой выявила нарушения в его кредитной политике<sup>2</sup>. По представлению Следственного комитета РФ Тверской суд Москвы принял в апреле 2011 г. решение об отстранении А. Бородина от должности, а в начале мая заочно арестовал его на основании уголовного дела по факту выдачи банком необеспеченного кредита на сумму 12,76 млрд рублей, оказавшихся впоследствии, по материалам дела, на счетах Елены Батуриной, супруги бывшего мэра Москвы Юрия Лужкова. Дело завершилось тем, что А. Бородин продал принадлежавший ему 20%-ный пакет акций «Банка Москва»<sup>3</sup> и уехал за рубеж.

(62)

### 3.8. Влияние конфликта на деятельность компании

Согласно распространенному мнению, конфликт между крупными акционерами негативно сказывается на основных показателях компании и ее функционировании. Однако это не совсем верно. Так, например, результатом конфликта в ТНК-ВР в 2008 г. стала реформа корпоративного управления в компании, в частности

<sup>1</sup> Асанкин Р. Владимир Путин не проявил «Интерроса» // Коммерсантъ. 1 сентября 2010.

<sup>2</sup> Локшина Ю. Банка Москвы // Коммерсантъ. 26 марта 2011.

<sup>3</sup> Киселева Е., Сенаторов Ю. Андрея Бородина попросили из Банка Москвы // Коммерсантъ. 31 марта 2011.

введение в совет директоров трех независимых директоров при сохранении паритета представителей основных акционеров. Конфликт в «ВымпелКоме» привел к слиянию российских и украинских телекоммуникационных активов Теленор и «Альфа-Групп», что с точки зрения управления представляется вполне разумным.

Что касается интересов миноритариев, то ситуация, когда в компании сосуществуют два крупных акционера, объективно может быть им на руку, поскольку такие акционеры заинтересованы внимательно следить за действиями друг друга и пресекать односторонние злоупотребления. Кроме того, у каждого из них имеются стимулы искать благосклонности миноритариев, поскольку в случае борьбы за места в совете директоров на их голоса можно рассчитывать. По крайней мере во всех компаниях со значительным количеством акций, находящихся в свободном обращении, с миноритариями активно работают в преддверии собраний акционеров.

(63)

В рамках настоящего исследования было проанализировано влияние конфликта на операционные показатели и котировки акций «ВымпелКома» в сравнении с рынком и аналогичными телекоммуникационными компаниями. Как следует из двух приводимых диаграмм (конфликт в «ВымпелКоме» длился с 2004 г. по осень 2009 г. и вновь возобновился в начале 2010 г.), трудно говорить о каком-то долгосрочном негативном влиянии конфликта на стоимость компании и на ее операционные показатели (рис. 3.1; 3.2).

Таким образом, конфликты между крупными акционерами в целом вряд ли можно считать исключительно негативным явлением.



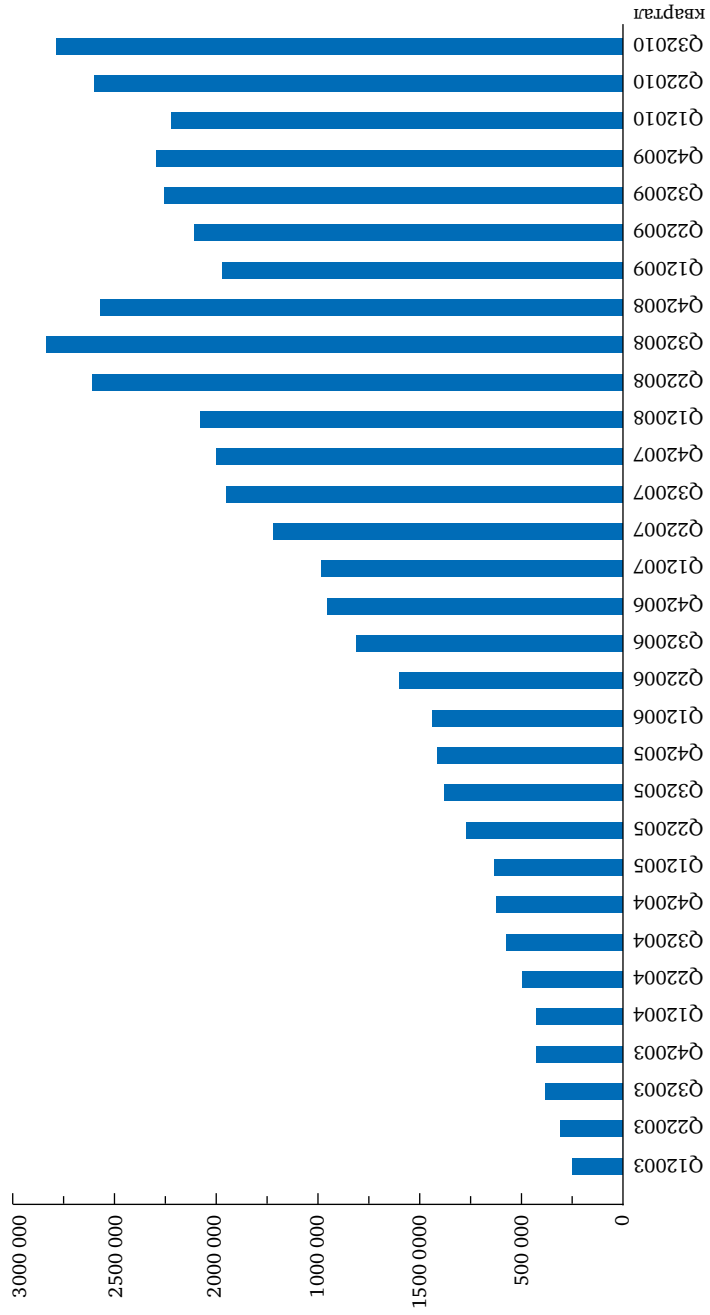


Рис. 3.1. Квартальная выручка «ВымпелКома» (данные компании), тыс. долларов

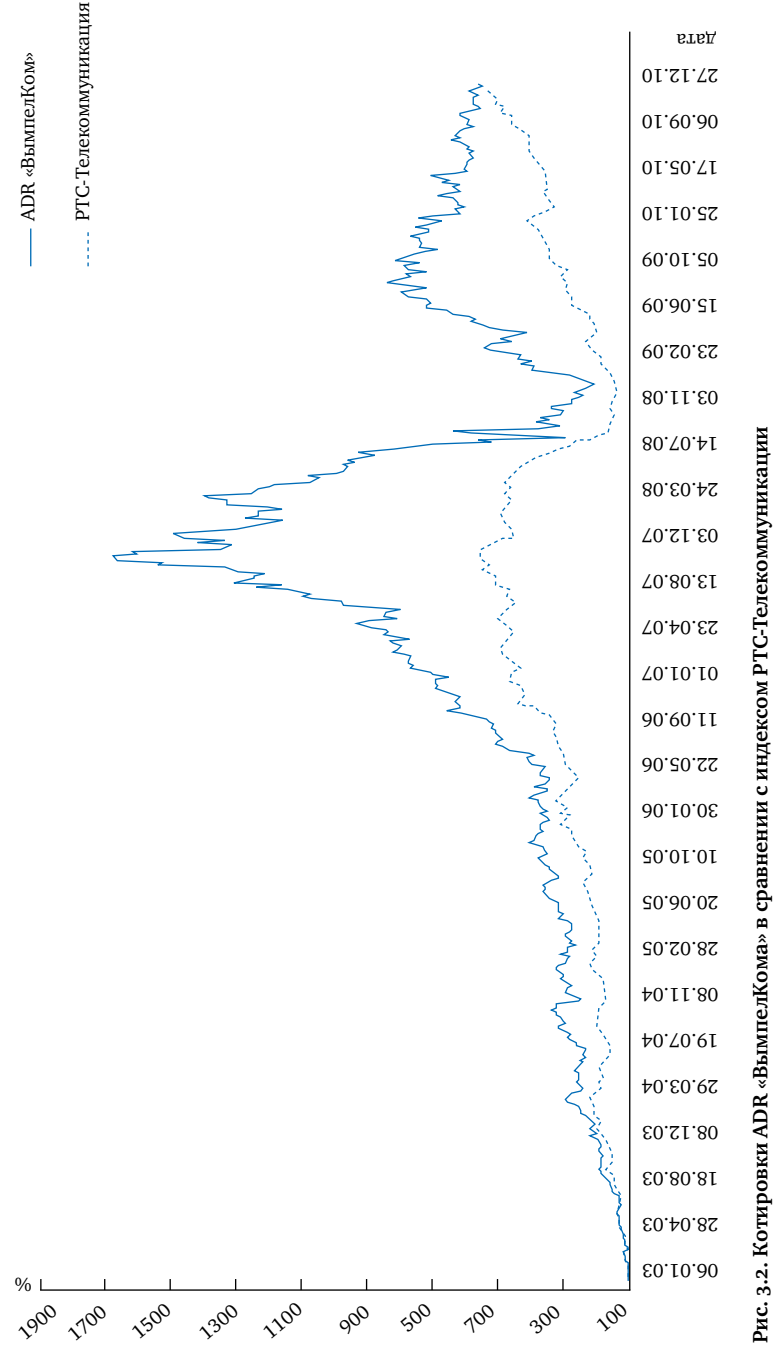


Рис. 3.2. Котировки ADR «ВымпелКома» в сравнении с индексом RTS-Телекоммуникации

### 3.9. Выводы

Анализ сложившейся практики корпоративных конфликтов в развитых странах Запада и России позволяет сделать следующие основные выводы.

- Корпоративные конфликты в России по-прежнему чаще, чем в развитых странах, возникают вследствие серьезных конфликтов интересов и связанных с этим злоупотреблений со стороны контролирующих акционеров, менеджеров или чиновников. Хотя отечественное корпоративное и гражданское законодательство заметно эволюционировало, правоприменительная практика остается на значительно более низком уровне, чем в США или Европе. Серьезной проблемой до сих пор остается коррупция, уровень которой за последние 10 лет, согласно отчетам Transparency International, по крайней мере, не уменьшился.

(66)

- Институты и процедуры корпоративного управления по-прежнему не способны в должной мере защитить права миноритарных акционеров. Рынок корпоративного контроля вследствие высокой концентрации собственности отсутствует, а суды далеко не всегда встают на сторону миноритариев, причем даже в тех случаях, когда злоупотребления контролирующих акционеров очевидны.

- В то же время высокая ценность корпоративного контроля, обусловленная несовершенством правовой среды, неизбежно приводит к конфликтам между крупными собственниками. Однако серьезные основания считать, что эти конфликты негативно сказываются на акционерной стоимости, отсутствуют. Напротив, такие собственники могут, уравнивая и контролируя друг друга, ограничивать экспроприацию остальных акционеров. Государство отслеживает крупные корпоративные конфликты, однако в большинстве случаев старается в них не вмешиваться, по крайней мере, явно.

- В госкомпаниях сохраняется множество проблем, связанных с несоответствием целей государства задачам максимизации акционерной стоимости, неясными стимулами менеджмента, непрозрачностью, коррупцией, недостатком компетенции и независимости

членов советов директоров. Все эти проблемы порождают конфликты между миноритариями и руководством госкомпаний. В последнее время они стали приобретать широкий общественный резонанс, что, впрочем, пока не приводит к существенному изменению ситуации.

(67)

## Раздел 4

# КОНФЛИКТ АКЦИОНЕРОВ ТНК-ВР

## КОНФЛИКТ АКЦИОНЕРОВ ТНК-ВР

(70)

### 4.1. ИСТОРИЯ КОНФЛИКТА

Компания ТНК-ВР была создана в сентябре 2003 г. путем объединения российских и украинских активов британского нефтяного гиганта ВР и российского консорциума ААР (Альфа – Access Industries – «Ренова»). В число объединенных активов вошли контрольные пакеты Тюменской нефтяной компании (ТНК), «Сиданко», ОНАКО и украинского «Лисичанскнефтепродукта», переданные ААР. Кроме того, к ТНК-ВР перешли 50% «Славнефти». В качестве своего вклада ВР внес в новую компанию 30%-ную долю в «Сиданко», 34%-ную долю в «Русиа Петролеум» (обладавшей лицензией на разработку Ковыктинского газоконденсатного месторождения) и контрольный пакет в компании СТВР, владеющей брендом ВР-Connect<sup>1</sup>.

К обоим участникам проекта (ВР и ААР) перешли по 50% головной компании ТНК-ВР Лимитед и, таким образом, с самого начала владение осуществлялось на паритетной основе. В совет директоров ТНК-ВР Лимитед входили

<sup>1</sup> Papiryan G. BP in Russia: Settling the joint venture dispute. – Richard Ivey School of Business (The University of Western Ontario) case # 908M99. 2008; ТНК-ВР Holding: Driven by greenfields//Investment bank Otkritie. 2 November 2009.

по пять представителей от каждой стороны, а генеральным директором ТНК-ВР стал представитель ВР Роберт Дадли. В 2004 г. компания решила упростить корпоративную структуру и предложила миноритариям в своих отдельных активах обменять доли на акции публичной российской компании ТНК-ВР Холдинг, объединившей все российские активы, контролируемые ТНК-ВР Лимитед (кроме 50% «Славнефти» и 63% «Русиа Петролеум»). В результате 95% акций ТНК-ВР Холдинга принадлежат ТНК-ВР Лимитед и порядка 5% находятся в свободном обращении. Помимо этого, в процессе реструктуризации была создана управляющая компания «ТНК-ВР Менеджмент», менеджеры которой являлись ключевыми управленцами ТНК-ВР, включая Р. Дадли.

(71)

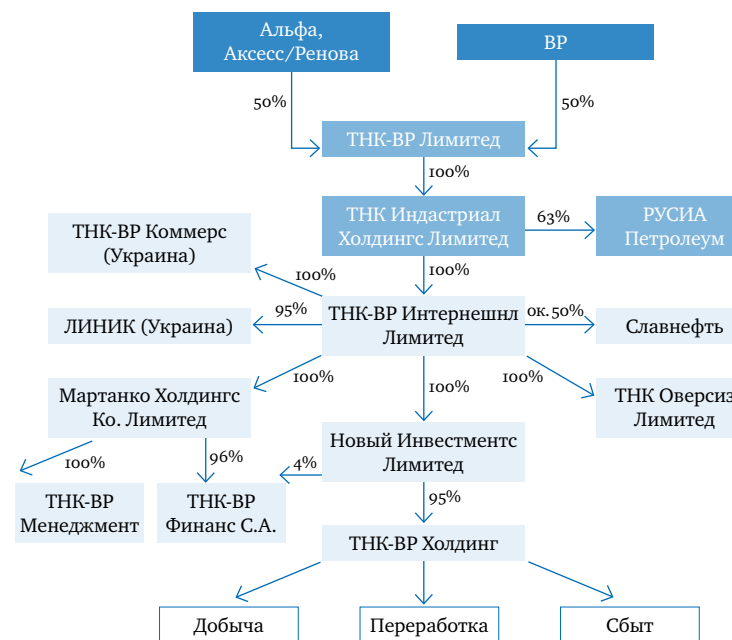


Рис. 4.1. Корпоративная структура ТНК-ВР

Согласно провозглашенной стратегии ТНК-ВР, ее целью является «превращение в нефтегазовую компанию мирового уровня». Наиболее близкой подобная задача представляется российскому партнеру – консорциуму

ААР, заинтересованному в удовлетворении своих серьезных амбиций. Кроме того, ААР стремился в короткие сроки создать надежный и высокоприбыльный источник доходов из множества разнообразных активов 1990-х гг. Со своей стороны ВР была заинтересована в увеличении запасов нефти, в особенности в странах с тяжелыми условиями для ведения бизнеса иностранными нефтяными компаниями, что позволило бы ВР получить преимущества в конкурентной борьбе со своими основными противниками<sup>1</sup>. Поэтому кооперация с российскими бизнесменами, способными наилучшим образом учитывать местную специфику ведения бизнеса в полной мере отвечала интересам ВР.

(72)

Тем не менее, существенные расхождения в подходе к стратегии вновь созданного предприятия неминуемо должны были проявиться. До 2008 г. о серьезных разногласиях между партнерами в ТНК-ВР в публичной сфере ходили только слухи, в то время как менеджмент относился к назревающему конфликту как к обычной дискуссии в ходе решения рабочих вопросов. По мнению Александра Березикова, бывшего вице-президента ТНК-ВР Холдинг, раскол среди акционеров компании впервые проявился при обсуждении инвестиционной политики компании: российская сторона выражала стремление развивать бизнес в Казахстане, в то время как ВР не желала создавать конкуренцию собственным интересам в этой стране<sup>2</sup>.

Помимо стратегических разногласий в компании уже на ранней стадии проявились противоречия в корпоративной культуре российской и британской сторон. В июне 2004 г. газета «Ведомости» писала, что менее чем за год существования ТНК-ВР из 1400 менеджеров уволились 300 человек<sup>3</sup>. Согласно источникам внутри компании, способы принятия решений российскими

1 *Papiryan G.* BP in Russia: Settling the joint venture dispute. – Richard Ivey School of Business (The University of Western Ontario) case # 908M99. 2008.

2 *EU-Russia energy game* // New Europe. No. 860. 15 November 2009.

3 *Бушуева Ю.* Научиться одинаково мыслить // Ведомости. 30 июня 2004.

управленцами и менеджерами ВР вызывали взаимное недоумение и неприятие.

Конфликт впервые стал публичным 26 мая 2008 г., когда генеральный директор компании Р. Дадли в интервью «Ведомостям» признал существование серьезных разногласий, мешающих операционной деятельности компании<sup>1</sup>. По его словам, из-за неправильного оформления документов возникла угроза непродления рабочих виз у 150 иностранных сотрудников ТНК-ВР. Незадолго до этого малоизвестная компания ЗАО «Тетлис» подала иски в российские суды с требованием признать недействительным договор между ТНК-ВР и ВР, в соответствии с которым оплачивался труд прикомандированных сотрудников ВР. По мнению инициаторов иска, оплата была завышена и представляла собой, по сути дела, скрытые дивиденды, выплачиваемые британской компанией. В качестве обеспечительной меры 147 прикомандированных сотрудников ВР не были допущены к работе<sup>2</sup>.

(73)

22 мая 2008 г. член совета директоров ТНК-ВР Холдинга Питер Хеншо представил для переизбрания в совет на 9 мест список из 9 кандидатур, 5 из которых являлись представителями ВР. Российская сторона предложила дополнить список еще пятью кандидатурами<sup>3</sup>. Однако, к ее большому неудовольствию, на заседании совета директоров 3 июня 2008 г. был утвержден список, внесенный британской стороной. Параллельно генеральный директор Р. Дадли безуспешно настаивал на досрочном прекращении полномочий исполнительного вице-президента по правому обеспечению Игоря Майданника и исполнительного президента по вопросам безопасности Бориса Кондрашова, для чего требовал созвать внеоче-

1 «Между акционерами есть разногласия» – Роберт Дадли, президент ТНК-ВР // Ведомости. 26 мая 2008.

2 *Николаева А.* «Продажа не входит в наши планы» – Михаил Фридман, совладелец ТНК-ВР и председатель совета директоров ТНК-ВР Ltd // Ведомости. 16 июня 2008.

3 *Скорлыгина Н., Ребров Д., Плешанова О.* Российские акционеры получили по двум местам: в правлении ТНК-ВР // Коммерсантъ. 19 июня 2008.

редное собрание акционеров «ТНК-ВР Менеджмент», обеспечивающего управление ТНК-ВР Холдингом<sup>1</sup>.

В июне 2008 г. Госинспекция труда возбудила административные дела против ТНК-ВР и лично Р. Дадли, связанные с нарушениями трудового законодательства в сроках выплаты зарплаты и в оформлении документов при приеме на работу<sup>2</sup>.

В начале июля 2008 г. российская сторона безуспешно пыталась сместить Р. Дадли с поста главы ТНК-ВР Холдинга, созывая для этой цели совет директоров «ТНК-ВР Менеджмент»<sup>3</sup>. 11 июля состоялось заседание совета директоров головной компании – ТНК-ВР Лимитед, на котором по инициативе представителей ВР было принято решение заблокировать выплату дивидендов. Кроме того, британская сторона выносила на голосование вопросы об отстранении И. Майданника и Б. Кондрашова, а также исполнительного директора Германа Хана и сохранение в полном объеме полномочий генерального директора ТНК-ВР Холдинга Р. Дадли. В свою очередь, российские представители предлагали установить паритет в советах директоров дочерних компаний (где большинство мест было закреплено за ВР), восстановить доверенности ряду российских менеджеров, а также перевести большинство прикомандированных сотрудников ВР в штат ТНК-ВР<sup>4</sup>.

В конце июля все прикомандированные менеджеры ВР были отозваны из России, что было вызвано трудностями с оформлением разрешений на работу и продол-

(74)

жавшимися судебными процессами. Кроме того, 24 июля Р. Дадли принял решение покинуть страну и осуществлять управление компанией из Лондона. В качестве причины руководство ВР указало на давление, оказываемое на него российской стороной конфликта<sup>1</sup>.

14 августа Пресненский районный суд г. Москвы принял решение о дисквалификации Р. Дадли сроком на два года за нарушения трудового законодательства,<sup>2</sup> которое, впрочем, было опротестовано столичной прокуратурой из-за нарушения процессуальных норм права<sup>3</sup>.

4 сентября 2008 г. ВР и ААР подписали меморандум, направленный на разрешение конфликтной ситуации<sup>4</sup>. Стороны договорились об уходе Р. Дадли с поста генерального директора, введении трех независимых директоров в совет ТНК-ВР Лимитед (помимо четырех представителей с каждой стороны), о паритете в советах директоров ключевых дочерних компаний, а также о возможности проведения первичного размещения 20%-ной доли одной из дочерних структур ТНК-ВР Лимитед. Кроме того, согласно соглашению, новый генеральный директор холдинга получал полномочия формировать состав правления, в частности, он мог уволить представителей ААР Г. Хана и В. Вексельберга. В течение 4–5 месяцев ВР обязался представить кандидатуру нового генерального директора, обладающего большим опытом работы в нефтяной отрасли и хорошо знающего русский язык<sup>5</sup>. Новый генеральный директор ТНК-ВР лишился возможности самостоятельно формировать советы директоров дочерних компаний и голосовать акциями подконтрольных компаний. С другой стороны, ему предоставлялось право единолично

(75)

1 Ibid.

2 Против главы ТНК-ВР Р. Дадли возбуждено административное дело // АК&M Online news. 19 июня 2008.

3 Малкова И. Дадли удержал кресло // Ведомости. 8 июля 2008. Совет директоров «ТНК-ВР Менеджмент» на тот момент состоял из двух представителей российской стороны и трех – британской.

4 Скорлыгина Н. Российские владельцы ТНК-ВР пошли на полное увольнение: ААР предлагает отправить в отставку всех высших менеджеров компании // Коммерсантъ. 11 июля 2008; Малкова И. Дадли остался // Ведомости. 14 июля 2008; Подобедова Л. Миллиардеров оставили без дивидендов // РБК daily. 21 июля 2008.

1 Изгнание из ада: Российские акционеры ТНК-ВР отвоевали контроль над компанией у британцев // SmartMoney. 28 июля 2008; ВР гарантирует полную поддержку Р. Дадли // АК&M Online news. 25 июля 2008.

2 Старинская Г. Под Дадли зашаталось кресло // РБК daily. 15 августа 2008.

3 Болдырева Е. Дадли перешел в наступление // РБК daily. 25 августа 2008.

4 Малкова И. Цена мира в ТНК-ВР // Ведомости. 4 сентября 2008.

5 Малкова И. Мир в пользу ААР // Ведомости. 5 сентября 2008.

одобрять сделки до 100 млн долларов (прежде – 20 млн долларов), а совет директоров ТНК-ВР Лимитед простым большинством мог поднять эту планку по отдельным сделкам до 500 млн долларов. Помимо этого, международные проекты ТНК-ВР теперь не требовали, как ранее, единогласного утверждения советом директоров.

Пока трудно оценить, в какой степени достигнутые соглашения повлияли/повлияют на международную экспансию ТНК-ВР. Однако некоторые шаги в этом направлении компания уже предприняла. Так в октябре 2010 г. она договорилась с ВР о покупке добывающих и трубопроводных активов последней во Вьетнаме и Венесуэле за 1,8 млрд долларов<sup>1</sup>. Кроме того, в феврале 2010 г. совет директоров ТНК-ВР Лимитед поддержал участие компании в Национальном нефтяном консорциуме российских компаний, созданном для совместного проекта с государственной компанией Венесуэлы Petroleos de Venezuela (PDVSA) по оценке и разработке блока Хунин-6 и финансирование данного проекта в размере 180 млн долларов в течение трех лет<sup>2</sup>.

1 декабря 2008 г. Р. Дадли подал заявление об увольнении в соответствии с подписанным в сентябре меморандумом<sup>3</sup>. 11 января 2009 г. были внесены изменения в прежнее соглашение акционеров, касающиеся составов советов директоров головной и дочерних компаний, а также процедуры урегулирования разногласий между сторонами<sup>4</sup>. Иск компании «Тетлис» к ТНК-ВР был отозван.

В январе 2009 г. срываются переговоры с бывшим гендиректором «Норильского никеля» Денисом Морозовым о его назначении гендиректором ТНК-ВР<sup>5</sup>.

1 Пресс-релиз ТНК-ВР от 18 октября 2010 г., <http://www.tnk-bp.ru/center/releases/2010/10/50/>

2 Пресс-релиз ТНК-ВР от 17 февраля 2010 г., <http://www.tnk-bp.ru/center/releases/2010/02/200/>

3 Президент ТНК-ВР Холдинга Р. Дадли подал заявление об отставке // АК&М Online news. 1 декабря 2008.

4 Малкова И. Мирный договор // Ведомости. 11 января 2009.

5 Малкова И., Федоринова Ю. Морозов не подошел // Ведомости. 21 января 2009.

Проблемы вызвало желание российских акционеров привязать его вознаграждение к условиям осуществления первичного размещения акций компании, а также изменение условий соглашения, по которому определять состав правления (в том числе решить судьбу Г. Хана и В. Вексельберга) получал право будущий гендиректор.

Акционеры столкнулись со значительными трудностями в поиске нового генерального директора. Лишь в ноябре 2009 г. была наконец утверждена кандидатура Михаила Барского, бывшего управляющего директора West Siberian Resources<sup>1</sup>.

В начале 2011 г. казалось урегулированный конфликт вступил в новую фазу, когда ВР объявила о достигнутом соглашении с государственной НК «Роснефть» об обмене акциями и совместном освоении российской части арктического шельфа. Консорциум ААР обвинил ВР в нарушении акционерного соглашения в рамках ТНК-ВР, по которому у партнеров было право первого отказа от участия в новых инвестиционных проектах друг друга в России. 24 марта 2011 г. Стокгольмский арбитражный суд поддержал российскую сторону в этом конфликте и заблокировал сделку ВР с «Роснефтью». Британская сторона сообщила, что она подчинится решению суда<sup>2</sup>.

6 мая 2011 г. Стокгольмский арбитраж принял окончательное решение: в арктическом проекте ВР может участвовать только через ТНК-ВР, а предназначенные

1 Малкова И., Рожкова М. Барский вместо Фридмана // Ведомости. 12 ноября 2009. М. Барский должен был вступить в должность гендиректора 1 января 2011 г. Однако на данный момент и. о. председателя правления остается М. Фридман, а Барский – его заместителем. Пресс-служба компании утверждает, что с 25 апреля М. Барский приступил к прямому руководству всеми основными бизнес-направлениями работы компании, а «его вступление в должность главы компании откладывается в связи с незавершенными техническими процедурами, в основном связанными с окончанием работы над опционным планом и системой долгосрочной мотивации». – Ягова О. ТНК-ВР чистит кадры. // Коммерсантъ. 28 апреля 2011.

2 Гавшина О. Сделка «Роснефти» не вынесла суда // Ведомости. 25 марта 2011.

(77)

(76)

для обмена акции «Роснефти» и ВР должны быть переданы в специальный трастовый фонд и признаны исключительно инвестиционным вложением. Голосовать по этим акциям должен независимый трастовый управляющий. Кроме того, ВР и «Роснефть» не смогут избирать своих представителей в советы директоров друг друга.

Решения Стокгольмского суда наносят серьезный удар по планам ВР и «Роснефти». На сегодняшний день результаты очередного витка конфликта акционеров ТНК-ВР так и остаются неопределенными. 17 мая истек срок закрытия сделки между ВР и «Роснефтью», о котором ранее договорились стороны. Сделка могла состояться, если бы ВР и «Роснефть» достигли согласия относительно выкупа доли ААР в ТНК-ВР, однако этого сделать не удалось. Впрочем, вполне возможно, переговоры продолжатся. Вместе с тем истечение сроков сделки дает «Роснефти» право начать переговоры с другими иностранными компаниями. Потенциально занять место ВР могут Shell, Chevron, ExxonMobil, а также китайские и индийские компании.

(78)

#### 4.2. Причины конфликта

Основопологающую причину разногласий акционеров ТНК-ВР следует искать в серьезном расхождении интересов британских и российских партнеров, связанных с созданным совместным предприятием. ВР в первую очередь стремилась расширить свои запасы за пределами традиционных для западных нефтяных компаний регионов. На сегодняшний момент труднодоступные районы представляют значительную долю мировых запасов нефти и потенциально их освоение может дать значительное преимущество в жесткой конкурентной борьбе тем компаниям, которые смогут получить к ним доступ<sup>1</sup>. Опираясь на свою уникальную техническую экспертизу по добыче «сложной» нефти, ВР стремится усилить собственное присутствие в этих регионах. С другой стороны,

<sup>1</sup> *Papiryan G.* BP in Russia: Settling the joint venture dispute. Richard Ivey School of Business (The University of Western Ontario) case # 908M99. 2008.

руководство компании осознает трудности и политические риски ведения бизнеса на подобных рынках и поэтому нацелено на сотрудничество с местными игроками, обладающими соответствующим опытом. С этой точки зрения вновь созданная ТНК-ВР хорошо вписывалась в русло стратегии ВР.

В свою очередь, российский консорциум ААР был заинтересован в консолидации приобретенных нефтегазовых активов и организации их грамотного управления в кратчайшие сроки. Кроме того, особенностью приобретенных активов была сложность их освоения, что можно было эффективно обеспечить только при помощи современных западных технологий. Таким образом, партнерство с ВР оказалось как нельзя кстати. Помимо приведения в порядок вновь приобретенных активов, российские партнеры, похоже, питали значительные амбиции, выражавшиеся в желании создать из новой нефтяной компании игрока «мирового уровня». Кроме того, создание совместного предприятия с крупной западной нефтяной компанией обеспечивало дополнительные гарантии интересов владельцев ААР. Расчет строился на том, что российские власти вынуждены будут более осторожно подходить к пересмотру результатов приватизации тех активов, в собственниках которых значится ВР.

(79)

Косвенное свидетельство значительному расхождению интересов партнеров можно найти в настоячивых заявлениях Михаила Фридмана (главы «Альфа-Групп», одного из ключевых участников консорциума ААР) о действиях руководства ТНК-ВР во главе с Р. Дадли в интересах лишь одного акционера – ВР<sup>1</sup>.

Необходимо отметить, что расхождения в целях участников конфликта приобрели большое значение в том числе из-за особенностей организации партнерства. ТНК-ВР было организовано как совместное предприятие, в котором оба акционера участвовали на паритетной основе. Академическая литература по корпоративной

<sup>1</sup> «Продажа не входит в наши планы» – Михаил Фридман, совладелец ТНК-ВР и председатель совета директоров TNK-BP Ltd. // Ведомости. 16 июня 2008.



стратегии и управлению отмечает трудности, связанные с созданием совместных предприятий на паритетной основе, и выделяет совпадение интересов партнеров как необходимое условие для стабильности партнерства<sup>1</sup>. Организация партнерства ВР и ААР без четкого разграничения контроля имеет свое обоснование, известное в литературе<sup>2</sup>. В подобного рода альянсах всегда возможен саботаж одной из сторон решений другой стороны (что собственно и подтверждает история конфликта), и формальное распределение контроля не разрешило бы эту трудность. Каждый из партнеров опирается на свои специфические активы – наличие передовых технологий у ВР и способность ААР ориентироваться в своеобразных российских условиях. В этой ситуации паритетное партнерство оставляет в руках каждой из сторон достаточно средств для предотвращения угрозы оппортунистического поведения противоположной стороны. Но подобная структура может считаться эффективной лишь в том случае, когда интересы партнеров в альянсе близки. А этого в случае ТНК-ВР не наблюдалось.

(80)

Непосредственными причинами конфликта, озвученными его участниками, выступили различия во взглядах на международную экспансию и противоречия в корпоративной культуре<sup>3</sup>.

Исходя из целей, которые ставила перед собой британская сторона, международная экспансия ТНК-ВР не входила в число приоритетов ВР. Более того, возможные зарубежные приобретения совместного предприятия создавали потенциального конкурента для самой ВР в тех регионах, где она уже присутствовала. Согласно А. Березикову, бывшему вице-президенту ТНК-ВР Холдинга, разногласия партнеров проявились при обсуждении возможной экспансии ТНК-ВР

1 J.-F. Hennart, Ming Zeng. Structural determinants of joint venture performance // European Management Review. No. 2. 2005. P. 105–115.

2 Ibid.

3 Ребров Д., Черкасова М. «То, что происходит, – это дурдом»: Виктор Вексельберг о конфликте акционеров ТНК-ВР // Коммерсантъ. 16 июня 2008.

в Казахстане: против этого проекта возражала британская сторона из-за возможной конкуренции с существующими активами ВР в этой стране<sup>1</sup>. По мнению М. Фридмана, заинтересованность ААР в осуществлении проектов в иракском Курдистане в свое время также натолкнулась на сопротивление ВР, не желавшей из-за этого портить отношения с властями США<sup>2</sup>. Безусловно, подобная позиция британских директоров ТНК-ВР была продиктована лишь интересами ВР с ее серьезными позициями на рынках США. Согласно М. Фридману, британская сторона заблокировала более 20 международных проектов за все время существования партнерства<sup>3</sup>. До ноября 2010 г. зарубежные проекты ТНК-ВР ограничивались первоначальными активами в Белоруссии и Украине, а также долями в совместной разработке двух нефтяных участков в Венесуэле. Российская сторона, напротив, была серьезно заинтересована в реализации международных проектов, что полностью отвечало ее желанию превратить ТНК-ВР в компанию мирового уровня.

(81)

Различия в корпоративной культуре выявились на ранней стадии и сыграли важную роль во внешних проявлениях конфликта. Еще в 2004 г. «Ведомости»<sup>4</sup> отмечали трения между британскими и российскими оперативными менеджерами, выразившиеся во взаимном неприятии традиций партнеров в процессе принятия решений. Британцам был не по вкусу авральный метод работы российских управленцев, решающих проблемы быстро, но без должного планирования и учета возможных последствий. В то же время долгие обсуждения ситуации британскими партнерами казались малопродуктивными российской стороне<sup>5</sup>. Многие из прежних

1 EU-Russia energy game // New Europe. No. 860. 15 November 2009.

2 «Продажа не входит в наши планы» – Михаил Фридман, совладелец ТНК-ВР и председатель совета директоров ТНК-ВР Ltd. // Ведомости. – 16 июня 2008.

3 ТНК-ВР глядит за пределы России // RBC daily. 22 апреля 2009.

4 Крупным планом: Научиться одинаково мыслить // Ведомости. 30 июня 2004.

5 Ibid.

российских менеджеров, привыкшие чуть ли не к предпринимательской свободе действий, в этот период покинули компанию.

Кроме того, в компании практиковалось привилегированное отношение к британским, в особенности прикомандированным, сотрудникам ВР. Помимо более высоких зарплат это заключалось еще и в компенсации аренды жилья, обучения детей, транспорта и т.п.<sup>1</sup>. Подобный подход к вознаграждению персонала был вполне объясним желанием привлечь квалифицированных сотрудников ВР, привыкших к более высоким стандартам жизни. Тем не менее, подобный подход вызывал открытое неприятие у российских сотрудников, чувствовавших себя обделенными.

(82)

Практически все внешние проявления конфликта были завязаны на вопросе особого отношения к британским сотрудникам: иски компании «Тетлис» о признании недействительными договоров, по которым работали британцы; иск 16 российских сотрудников ТНК-ВР к Р. Дадли по поводу нарушений трудового законодательства и дискриминации по национальному признаку; проверки и санкции со стороны Роструда; недопущение британских сотрудников службой безопасности ТНК-ВР к работе; наконец многочисленные проблемы со своевременным и правильным оформлением виз и разрешений на работу иностранцев в ТНК-ВР<sup>2</sup>. Причины конфликта акционеров ТНК-ВР далеко не ограничивались вопросами трудовой и кадровой политики компании, однако особое положение иностранцев в компании представлялось наиболее видимой и наболевшей частью конфликта, что предопределило активную эксплуатацию этой темы российской стороной.

<sup>1</sup> Малкова И. По искам трудящихся // Ведомости. 18 июля 2008.

<sup>2</sup> Скорлыгина Н., Ребров Д. ТНК-ВР треснула пополам: первой жертвой может стать ее президент Роберт Дадли // Коммерсантъ. 27 мая 2008; Старинская Г. Под Дадли зашаталось кресло // РБК daily. 15 августа 2008; Подобедова Л. Британцы покидают ТНК-ВР // РБК daily. 23 июля 2008; «Между акционерами есть разногласия» – Роберт Дадли, президент ТНК-ВР // Ведомости. 26 мая 2008.

#### 4.3. Методы сторон

В процессе конфликта стороны прибегали к разнообразным средствам оказания давления на противника. В порядке убывания фактической эффективности применявшиеся методы можно разделить на следующие:

- 1) использование судебных органов;
- 2) привлечение административных ресурсов;
- 3) принятие резолюций советом директоров;
- 4) саботаж в операционном управлении;
- 5) влияние на общественное мнение через СМИ.

Судебная система использовалась преимущественно российской стороной, что объясняется тем, что именно она специализировалась на юридической поддержке бизнеса внутри России. Участники консорциума ААР отрицали свою связь с исками ЗАО «Тетлис» по поводу вознаграждения прикомандированных сотрудников ВР. Тем не менее, в случайность природы судебных разбирательств верится с трудом. В добавление к искам «Тетлис», 18 июля 2008 г. российские менеджеры ТНК-ВР подали в суд на гендиректора компании Р. Дадли, обвиняя его в дискриминации сотрудников по национальному признаку и нарушении трудового законодательства<sup>1</sup>. Вскоре после вынужденного отъезда Р. Дадли из России, британские акционеры подали иск в Высокий суд Лондона, требуя взыскать с ААР компенсацию по налоговым выплатам ТНК-ВР на сумму около 8,5 млрд рублей<sup>2</sup>. 18 июля Пресненский районный суд г. Москвы дисквалифицировал Р. Дадли с должности гендиректора, ссылаясь на нарушения им трудового законодательства<sup>3</sup>. В свою очередь, британская сторона грозила инициировать иск в Стокгольмский арбитражный суд против ААР с требованием возместить потери ВР, возникшие из-за конфликта<sup>4</sup>.

(83)

<sup>1</sup> Малкова И. По искам трудящихся // Ведомости. 18 июля 2008.

<sup>2</sup> Dey I. BP Russian feud moves to UK court // The Sunday Times. July 6, 2008.

<sup>3</sup> Изгнание из ада: Российские акционеры ТНК-ВР отвоевали контроль над компанией у британцев // SmartMoney. 28 июля 2008.

<sup>4</sup> Старинская Г., Подобедова Л. ВР рассчитывает на реванш // РБК daily. 29 июля 2008.

Примечательно, что ни одно из судебных разбирательств, кроме административного дела о повторном нарушении трудового законодательства в Пресненском суде, не было завершено и не привело к каким-либо санкциям. Поэтому можно предположить, что они использовались, скорее, в качестве угроз потенциальных санкций и для оказания психологического давления и не имели своей целью наложение взысканий в результате справедливого разбирательства. Действенность этого инструмента давления может быть подтверждена высказываниями менеджеров компании, указывавших на необходимость сбора документов и организации защиты заинтересованных лиц, отвлекавших управленческий персонал от основной деятельности.

(84)

Наряду с использованием судебной системы активно привлекался административный ресурс. Здесь преимущество также было на стороне консорциума ААР с его прочными связями в различных властных структурах. Усилиями российских участников конфликта затягивалась выдача разрешений на работу иностранным специалистам. Предположительно ими же были организованы проверки со стороны Роструда, завершившиеся постановлением Пресненского суда.

Британская сторона подавала апелляции в разные инстанции на решение Пресненского суда, и Московская прокуратура опротестовала его на основании процессуальных нарушений<sup>1</sup>. Помимо этого, британские бизнесмены пытались активно использовать свои связи на самом высоком уровне в правительствах двух стран. Если российские высокопоставленные должностные лица постарались дистанцироваться от конфликта, настаивая на своем невмешательстве<sup>2</sup>, то британский премьер-министр Гордон Браун выразил намерение затронуть этот вопрос на встрече с российским президентом на саммите «Большой восьмерки»<sup>3</sup>.

1 *Болдырева Е.* Дадли перешел в наступление // РБК daily. 25 августа 2008.

2 *Bergin T.* Russian partners ask to pull TNK-BP unit directors // Reuters. 25 June, 2008.

3 *Dey I.* BP Russian feud moves to UK court // The Sunday Times. July 6, 2008.

В это же время председатель совета директоров ВР Питер Сазерленд открыто высказывался за то, чтобы российские власти вмешались в разгоревшийся конфликт с тем, чтобы «на деле реализовать свое представление о правовом государстве»<sup>1</sup>. В отличие от британских акционеров российские участники конфликта не выступали с публичными просьбами о вмешательстве российских должностных лиц. Впрочем некоторые наблюдатели убеждены, что скрытые попытки российских акционеров привлечь высшие эшелоны власти в России предпринимались до того момента, пока не было выявлено твердое намерение Кремля остаться в стороне от конфликта.

(85)

По утверждению представителей ТНК-ВР, на операционной деятельности компании конфликт никак не отразился<sup>2</sup>. О фактической стороне дела трудно судить с уверенностью, поскольку невозможно отделить эффект конфликта от влияния мировой экономической рецессии и сравнительно низких цен на нефть, на фоне которых разворачивался конфликт. Однако можно предположить, что эффект на самом деле мог быть незначительным, так как ни одна из сторон не была заинтересована в ухудшении операционной деятельности компании. В то же время российские участники конфликта отвлекали от основного вида деятельности управленческие ресурсы, связанные с правовым обеспечением. Так, Р. Дадли указывал в своем интервью «Ведомостям»<sup>3</sup>, что аппарат ТНК-ВР намеренно саботировал своевременную и полную подачу документов на получение виз и разрешений на работу для иностранных сотрудников. Кроме того, после временного урегулирования визовых вопросов прикомандированные сотрудники ВР не смогли попасть на свои рабочие места из-за противодействия службы безопасности ТНК-ВР<sup>4</sup>.

1 *BP considers route out of Russian minefield* // The Financial Times. June 12, 2008.

2 *Альфа-групп бойкотирует годовое собрание акционеров ТНК-ВР* // АК&М Online news. 25 июня 2008.

3 «Между акционерами есть разногласия» – Роберт Дадли, президент ТНК-ВР // Ведомости. 26 мая 2008.

4 *Подобедова Л.* Британцы покидают ТНК-ВР // РБК daily. 23 июля 2008.

В свете этого неудивительно, что британская сторона добивалась увольнения исполнительного вице-президента по правому обеспечению ТНК-ВР И. Майданника и исполнительного президента компании по вопросам безопасности Б. Кондрашова<sup>1</sup>.

Пожалуй, самым действенным оружием в арсенале ВР оказалась возможность блокировать, а иногда и определять решения советов директоров. В силу действовавшего акционерного соглашения, обе стороны были в равных долях представлены в совете директоров головной компании ТНК-ВР Лимитед. При этом британцы составляли большинство в советах директоров дочерних компаний<sup>2</sup>. В результате никакие инициативы консорциума ААР не могли пройти на заседаниях советов без согласия ВР. В то же время теоретически некоторые из советов директоров могли принимать резолюции в интересах ВР, игнорируя позицию российской стороны. Так, требование гендиректора Р. Дадли об увольнении ряда сотрудников было бы возможно одобрить на заседании совета директоров ТНК-ВР Менеджмент (где три человека представляли ВР и два – ААР), если бы оно было своевременно создано председателем – В. Вексельбергом, владельцем «Реновы». Однако В. Вексельберг сумел предотвратить нежелательное для ААР развитие событий, используя неясности в юридическом определении полномочий различных органов при увольнении членов правления ТНК-ВР<sup>3</sup>.

Помимо организационных изменений и пересмотра акционерного соглашения, предложенного российскими акционерами, конфликтующие стороны пытались избавиться от определенных ключевых фигур в противоположном лагере. Российский консорциум добивался отставки гендиректора Р. Дадли, мотивируя это тем, что тот систематически выступал на стороне одного

(86)

1 Скорлыгина Н., Ребров Д., Плешанова О. Российские акционеры получили по двум местам: в правлении ТНК-ВР // Коммерсантъ. 19 июня 2008; Симаков Д., Резник И., Малкова И. Мир в ТНК-ВР // Ведомости. 1 августа 2008.

2 Малкова И. Мирный договор // Ведомости. 11 января 2009.

3 Скорлыгина Н., *op. cit.*

из акционеров – ВР – вместо того, чтобы учитывать интересы всех акционеров компании. Британская сторона на разных этапах конфликта добивалась отставки И. Майданника, Б. Кондрашова, Г. Хана и В. Вексельберга. Следует признать, что в результате лишь российская сторона добила своего – смещения Р. Дадли.

Блокирование решений совета директоров ТНК-ВР Лимитед, доступное обеим сторонам в силу равного представительства, использовалось также для нейтрализации стратегических планов противника. Так, долгое время совет директоров не мог принять инвестиционный план компании на будущий год, что было особенно важно для британской стороны, заинтересованной в расширении добычи и разведки нефти в России. С другой стороны, в разгар конфликта 11 июля 2008 г., на заседании совета директоров ТНК-ВР Лимитед в кипрском Лимассоле, была заблокирована выплата дивидендов, которая всегда была приоритетом для российских акционеров, желавших видеть в ТНК-ВР стабильный источник дохода<sup>1</sup>. Предположительно, подобные действия негативно отразились на интересах обеих конфликтующих сторон: российские акционеры были также заинтересованы в формировании инвестиционных планов компании, а ВР была не прочь получить дивиденды. Возможно, столь неблагоприятное развитие ситуации помогло приблизить момент урегулирования конфликта в 2008 г.

(87)

#### 4.4. Последствия конфликта

Российские и британские акционеры ТНК-ВР оказались втянутыми в продолжительный конфликт в разгар экономического кризиса и, возможно, тем самым причинили ущерб собственным интересам и интересам нефтяного бизнеса. Какие уроки из этого могли бы извлечь стороны конфликта и бизнес-сообщество в целом?

Многие исследователи отмечают хрупкую природу корпоративной структуры, избранной для партнерства британской ВР и российского консорциума ААР.

1 Подобедова Л. Миллиардеров оставили без дивидендов // РБК daily. 21 июля 2008.

Совместное предприятие, управляемое на паритетной основе, подвержено затяжным конфликтам из-за формального отсутствия контролирующего партнера, способного диктовать условия и формулировать основные направления его деятельности<sup>1</sup>. С другой стороны, природа альянсов, где у каждого акционера имеются специфические активы, без которых партнерство теряет смысл, такова, что даже наличие формального контролирующего собственника не в состоянии эффективно предотвратить развитие конфликтных ситуаций. Даже если бы ВР или ААР владели 51% акций ТНК-ВР Лимитед, противоборствующая сторона все равно обладала бы большими возможностями саботировать решения контролирующего акционера, чтобы можно было говорить об эффективности подобной структуры управления. Кардинальные различия в природе возможностей и технологий партнеров, способствовавшие в свое время объединению, значительно повышают их зависимость друг от друга в эффективном осуществлении операционной деятельности. В подобной ситуации формальная передача контроля в руки одного из акционеров вряд ли привела бы к фактическому повышению эффективности компании.

(88)

Хотя решение о создании ТНК-ВР в виде совместного предприятия на паритетной основе, возможно, было обоснованным, ход конфликта в 2008 г. выявил упущенные возможности при разработке изначального акционерного соглашения, которые могли бы в дальнейшем преодолеть проблемы корпоративного управления, присущие совместным предприятиям. Теоретическая литература по этому вопросу прежде всего выделяет контрактные механизмы, предотвращающие возможности оппортунистического поведения одного из партнеров<sup>2</sup>. Прежде всего необходимо было заранее обеспечить четкие процедуры разрешения конфликтов между партнерами, включающие обращение в независимые арбитражные

<sup>1</sup> J.-F. Hennart, Ming Zeng. Structural determinants of joint venture performance // European Management Review. No. 2. 2005. P. 105–115.

<sup>2</sup> Ibid

структуры. Кроме того, сторонам следовало полнее и подробнее прописать распределение контроля и полномочий в создаваемом СП. Согласно акционерному соглашению, высший менеджмент компании должен был назначаться и смещаться лишь с согласия акционеров (формально для принятия таких решений достаточно было 75% голосов в совете директоров ТНК-ВР Лимитед). В то же время в уставе «ТНК-ВР Менеджмент», созданного в процессе реорганизации корпоративной структуры в 2004 г., было прописано, что членов его правления может назначать совет директоров «ТНК-ВР Менеджмент», где большинство мест было у представителей ВР и который формировался генеральным директором ТНК-ВР (в тот момент Р. Дадли)<sup>1</sup>.

(89)

Положительной стороной при урегулировании конфликта в ТНК-ВР осенью 2008 г. стало принятие ряда мер, направленных на исправление перечисленных недостатков. Во-первых, согласно сообщениям сторон, в модифицированном акционерном соглашении была прописана процедура разрешения конфликтов между акционерами, предполагающая обращение в арбитраж. Во-вторых, изменения в структуре совета директоров ТНК-ВР Лимитед также объективно способствуют быстрому и полному разрешению возникающих конфликтов. В отличие от прежней схемы с пятью директорами с каждой стороны, в новом составе совета предусмотрено три независимых директора в дополнение к четырем директорам от ВР и четырем – от консорциума ААР. Независимые директора должны обеспечивать более объективный подход к разрешению спорных моментов еще до стадии обращения к арбитражу. В-третьих, была внесена ясность в систему назначения членов советов директоров ключевых дочерних компаний (с согласия акционеров, в равном представительстве и в отдельных случаях с независимыми директорами). Более четко были определены полномочия генерального директора. К сожалению, со времени урегулирования конфлик-

<sup>1</sup> Скорлыгина Н., Ребров Д., Плешанова О. Российские акционеры получили по двум местам: в правлении ТНК-ВР // Коммерсантъ. 19 июня 2008.

та некоторые рациональные моменты в достигнутом соглашении сторон, похоже, подверглись неблагоприятным изменениям. По некоторым признакам, предполагаемый контроль генерального директора над членами правления компании будет ограничен, а именно, в вопросах, касающихся назначения и увольнения исполнительных директоров, одновременно являющихся акционерами компании с российской стороны (Г. Хан и В. Вексельберг)<sup>1</sup>. Можно усомниться в эффективности управления компанией, гендиректор которой вынужден мириться с присутствием в оперативном управлении людей, фактически обладающих большей властью, чем он сам.

(90)

Еще одним важным моментом, упоминаемым в литературе по стабильности совместных предприятий, является совпадение стратегических интересов партнеров. В частности, дополнительную значимость приобретает поиск подходящих партнеров. К сожалению, в этом плане акционеры ТНК-ВР не обладают оптимальной совместимостью. Выбор партнеров в свое время, похоже, диктовался удобством слияния нефтяных активов (ВР оказался миноритарием в некоторых из приобретений консорциума ААР), а также совпадением краткосрочных интересов (обладание ВР современными технологиями для добычи «трудной» нефти и умение российских акционеров вести бизнес в специфических российских условиях). С точки зрения долговременных целей, а также уже наработанного опыта совместной работы, лучшим партнером для ВР представлялась государственная НК «Роснефть»<sup>2</sup>. Развитие ситуации вокруг ТНК-ВР в начале 2011 г. лишь подтверждает подобное предположе-

1 Малкова И. Мирный договор // Ведомости. 11 января 2009.

Впрочем В. Вексельберг в начале 2011 г. покинул пост исполнительного директора компании и его место в правлении «ТНК-ВР Менеджмент» занял президент «КЭС-Холдинга» Михаил Слободин, см.: Гавшина О., Перетолчина А. Замена Вексельбергу // Ведомости. 6 декабря 2011, а также сайт компании, раздел «Менеджмент».

2 Papiyan G. BP in Russia: Settling the joint venture dispute. – Richard Ivey School of Business (The University of Western Ontario) case # 908M99. 2008.

ние. Вполне возможно, что корпоративные культуры «Роснефти» и ВР также ближе друг к другу, принимая во внимание историческую роль британского государства в развитии ВР.

Сохраняющиеся разногласия в стратегии и несоответствия в корпоративной культуре партнеров ТНК-ВР, скорее всего, будут и дальше способствовать неустойчивости альянса. В начале 2011 г. ВР и «Роснефть» достигли соглашения о совместном освоении российского арктического шельфа, подкрепленного обменом долей в акционерном капитале друг друга. Российские акционеры ТНК-ВР заблокировали намечающийся альянс нефтяных компаний, добившись заключения Стокгольмского арбитражного суда о его противоречии соглашению между ВР и ААР<sup>1</sup>. Хотя британская компания согласилась с определениями суда и намерена их выполнять, текущее развитие событий свидетельствует о продолжающемся конфликте между акционерами ТНК-ВР и о намерении ВР выйти из совместного предприятия ради возможности реализации альянса с «Роснефтью». Таким образом, дальнейшая судьба ТНК-ВР находится в подвешенном состоянии.

(91)

В начале 2011 г. эксперты выдвигали несколько сценариев развития нового конфликта, ни один из которых не был связан с сохранением статус-кво. Так, «Ведомости» на своем интернет-сайте приводили четыре возможных варианта: (1) национализация российской доли в ТНК-ВР по варианту ЮКОСа; (2) солидные отступные и скидки ВР и «Роснефти» российским акционерам ТНК-ВР взамен на согласие ААР на осуществление их совместного проекта; (3) продажа российской доли ТНК-ВР за наличные; и (4) продажа российской доли за долю в ВР<sup>2</sup>.

Рассуждения относительно того, какой из возможных вариантов наиболее вероятен, представляются неблагоприятной задачей, так как окончательный результат

1 Гавшина О. Сделка «Роснефти» не вынесла суда // Ведомости. 25 марта 2011; Гавшина О. Пропуск в Арктику // Ведомости. 10 мая 2011

2 Чем закончится конфликт в ТНК-ВР? [Электронный ресурс] / Ведомости. Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/special/tnkbp.shtml>, свободный.

зависит от множества факторов, с трудом поддающихся анализу и прогнозированию. Тем не менее, некоторые из вариантов развития ситуации кажутся более вероятными, чем другие.

Силовой «наезд» на российских акционеров со стороны «Роснефти» вряд ли вероятен. Важное отличие М. Фридмана и В. Вексельберга от М. Ходорковского состоит в том, что первые два не вмешиваются в политику. При этом владелец Access Industries Л. Блаватник вообще является гражданином США. Кроме того, у «Альфа-Групп» много западных партнеров, интересы которых также могут пострадать в случае возникновения у нее проблем во взаимоотношениях с государством.

(92)

Участие ТНК-ВР вместо ВР в совместном проекте с «Роснефтью» по сценарию, предложенному Стокгольмским арбитражным судом, представляется также маловероятным. Для ТНК-ВР инвестиции в освоение арктического шельфа – это большие риски, в то время как «Роснефти» для реализации этого проекта был нужен именно опыт ВР<sup>1</sup>.

Выкуп доли ААР, открывающий путь к сотрудничеству с «Роснефтью», был бы вполне логичным выходом из конфликта. При этом наиболее вероятным представляется по крайней мере частичная оплата доли ААР акциями ВР по двум причинам. Во-первых, при оплате наличными ВР придется значительно увеличить свой чистый долг (при том что до конца не ясен размер обязательств перед властями США по аварии в Мексиканском заливе), тогда как крупнейшие акционеры ВР настаивают, чтобы компания не покупала, а, наоборот, продавала активы<sup>2</sup>. Во-вторых, российским акционерам будет не так просто найти сферу для инвестирования вырученных средств. В то же время решения Стокгольмского арбитража серьезно укрепили позиции ААР и, следовательно, ВР придется заплатить существенную цену за выкуп российской доли. Похоже, что речь

<sup>1</sup> Гавшина О. Пропуск в Арктику //Ведомости. 10 мая 2011.

<sup>2</sup> Старинская Г. Для ВР средства найдутся //РБК Daily. 18 апреля 2011; Гавшина О., Аскер-заде Н., Дербилова Е. Миллиардом не удивишь //Ведомости. 12 апреля 2011.

идет о сумме не менее 30 млрд долларов<sup>1</sup>, однако пока сторонам не удастся договориться.

Еще одним весьма вероятным вариантом представляется отказ «Роснефти» от проекта с ВР. По сообщению ее представителя, компания получила «предложения о совместной работе в Арктике от целого ряда ведущих энергетических компаний мира, в их числе Shell, Chevron, ExxonMobil, а также китайских и индийских компаний»<sup>2</sup>. В этом случае в ТНК-ВР сохранится статус-кво, но рано или поздно мы, скорее всего, станем свидетелями новых коллизий между британскими и российскими акционерами.

(93)

<sup>1</sup> Гавшина О. Нефть на троих не делится //Ведомости. 17 мая 2011.

<sup>2</sup> Гавшина О. Пропуск в Арктику //Ведомости. 10 мая 2011.

## Раздел 5

### КОНФЛИКТ В ГМК «НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ»



(96)

## 5.1. Краткая история конфликта

Раздел активов Владимира Потанина и Михаила Прохорова положил начало одному из самых громких на данный момент корпоративных конфликтов в России – вокруг ГМК «Норильский никель». До раздела активов В. Потанин и М. Прохоров совместно владели 54% акций «Норильского никеля». В процессе раздела активов В. Потанин готов был выкупить долю М. Прохорова в «Норильском никеле» для получения контроля над компанией, однако М. Прохоров после переговоров, длившихся более года, в апреле 2008 г. продал свой пакет (25% плюс одна акция) компании US Rusal Олега Дерипаски за 14% акций «Русала» и денежные средства.

С самого начала вхождения в капитал ГМК, заявленной целью О. Дерипаски было слияние «Русала» с «Норильским никелем» для создания «национального чемпиона», диверсифицированного гиганта, наподобие Rio Tinto. Однако это не входило в планы «Интерроса» и ГМК. Руководство «Интерроса» не устраивали условия слияния, а представители «Норильского никеля» заявляли о том, что О. Дерипаска не представил четкого плана слияния компаний. Еще до завершения сделки по покупке «Русалом» пакета М. Прохорова,

«Норильский никель» начал переговоры с холдингом «Газметалл» («Металлоинвест») о слиянии двух компаний, причем структуры Алишера Усманова даже купили около 5% акций ГМК.

В преддверии годового общего собрания акционеров 2008 г. «Русал» выступил с критикой стратегии и экологической политики «Норильского никеля» и предложил, чтобы в состав совета директоров вошли три его представителя, три – «Интерроса» и три независимых директора, а председателем совета стал независимый директор<sup>1</sup>. На годовом собрании акционеров в конце июня 2008 г. был избран новый совет директоров, который возглавил Владимир Потанин.

(97)

После ухода гендиректора компании Дениса Морозова и кратковременного нахождения на этом посту представителя «Интерроса» Сергея Батехина, на заседании совета директоров в августе 2008 г. главой компании по инициативе «Интерроса» был избран Владимир Стржалковский, занимавший прежде посты руководителя Федерального агентства по туризму и заместителя министра экономического развития РФ<sup>2</sup>. «Русал» выступил с критикой назначения В. Стржалковского из-за отсутствия у него опыта в горно-металлургической отрасли. С учетом обозначившегося впоследствии совпадения интересов менеджмента ГМК и «Интерроса» позиции последнего заметно упрочились. «Русал» фактически никак не мог повлиять на оперативное управление компанией. Все последующее развитие ситуации сведется к его периодическим попыткам добиться хотя бы паритета в совете директоров (с учетом того что в совет впоследствии войдут представители руководства ГМК) и смены менеджмента.

1 Федоринова Ю. US Rusal начала с критики // Ведомости. 28 мая 2008.

2 Возможно, одним из мотивов приглашения В. Стржалковского было желание просигнализировать рынку, что во взаимоотношениях «Норильского никеля» с государством все в порядке. Это было особенно важно на фоне недавней публичной критики Владимиром Путиным металлургической компании «Мечел» за трансфертное ценообразование.

Осенью 2008 г. дочерние структуры ГМК приобрели около 8,6% акций компании<sup>1</sup>. Акции, выкупленные дочерними компаниями, по закону не считаются казначейскими (на сленге их называют «квазиказначейскими»), и, следовательно, менеджмент дочерних компаний мог голосовать ими на собрании акционеров. Поскольку менеджмент «дочек» подконтролен руководству ГМК, лояльного «Интерросу», такой ход объективно усиливал влияние «Интерроса», так как позволял ему фактически управлять более 30% акций «Норильского никеля», не выставляя оферту миноритарным акционерам.

10 октября 2008 г. «Русал» потребовал созыва внеочередного собрания акционеров с целью переизбрать совет директоров. Примерно в это же время В. Стржалковский направил письмо премьер-министру России Владимиру Путину с предложением о выкупе государством доли «Русала» для того, чтобы устранить угрозу перехода контроля над «Норильским никелем» к иностранным собственникам (пакет «Русала» находился в залоге у зарубежных банков). В результате было принято решение «переместить» пакет из-под залога иностранным банкам в залог ВЭБу, который предоставил «Русалу» кредит для выплаты долга под залог того же пакета в «Норильском никеле».

В конце ноября 2008 г. стороны достигли компромисса. На совместной пресс-конференции 25 ноября В. Потанин и О. Дерипаска объявили об урегулировании конфликта. Было решено созвать в декабре внеочередное собрание акционеров, которое расширило бы совет директоров до 13 человек. Предполагалось, что в совет войдут по четыре представителя от «Русала» и «Интерроса», генеральный директор ГМК, три независимых директора и представитель государства, экс-руководитель администрации президента Александр Волошин. Стороны договорились, что ни один из основных акционеров не должен входить в состав совета, а «Русал» делегирует своего представителя в менеджмент «Норильского никеля». Стороны выразили готовность

(98)

<sup>1</sup> Ямбаева Р., Черкасова М. «Русал» поставили перед выкупом // Коммерсантъ. 29 сентября 2008.

вести согласованную политику по всем основным вопросам (крупным сделкам, дивидендам, операциям с акциями «Норильского никеля»)<sup>1</sup>.

2009 г. прошел мирно, однако весной 2010 г. конфликт разгорелся с новой силой. В апреле О. Дерипаска выдвинул свою кандидатуру в совет директоров, что, по мнению «Интерроса», являлось нарушением ранее достигнутых договоренностей с В. Потаниным, по которой ни один из основных акционеров не должен был входить в совет. В мае «Русал» потребовал от руководства «Норильского никеля» выплатить 3 млрд долларов дивидендов, или 115% чистой прибыли по МСФО за 2009 г. (положение о дивидендной политике ГМК предусматривает выплату 20–25%). Это требование оказалось слишком радикальным, по мнению как менеджмента «Норильского никеля», так и «Интерроса», и в итоге совет директоров принял решение о выплате лишь половины чистой прибыли.

(99)

Новый поворот событий произошел в июне 2010 г. на годовом общем собрании акционеров. Вместо четырех человек от UC Rusal в совет директоров вошли только трое (в том числе О. Дерипаска), в то время как «Интеррос» снова получил четыре кресла, три места получили топ-менеджеры «Норильского никеля», еще три – независимые директора и первый зампред правления ВТБ Василий Титов, который был избран новым председателем совета директоров. Вдобавок к тому что в совет директоров вошло меньше представителей «Русала», чем «Интерроса», кресла не получил А. Волошин. «Русал» поспешил тут же объявить о многочисленных нарушениях при проведении собрания акционеров и потребовал переизбрания совета директоров. В свою очередь, по мнению менеджмента ГМК, результаты голосования и состав совета директоров стали результатом собственных просчетов «Русала» при рас-

<sup>1</sup> Черкасова М., Таратута Ю., Смирнов Д. «Норникель» получил административный ресурс // Коммерсантъ. 26 ноября 2008. Текст соглашения неизвестен, о его содержании можно лишь судить по информации из прессы, основанной на высказываниях участников конфликта.

пределении голосующих акций на ГОСА. Во всяком случае проверки ФСФР и Генпрокуратуры, инициированные «Русалом», существенных нарушений не обнаружили. Летом и осенью между сторонами развернулась полномасштабная информационная война, тон в которой задавал «Русал»<sup>1</sup>. Он также подал несколько исков в суды, которые, впрочем, не увенчались успехом (подробнее об этом – в разделе «Методы борьбы»).

В конце июля 2010 г. появилась информация о том, что государство может помочь разрешить конфликт между акционерами «Норильского никеля», купив долю в компании, однако факты подобных переговоров официального подтверждения не получили<sup>2</sup>. В конце августа – начале сентября Владимир Путин посетил Норильск, но на словах не поддержал ни одну из противоборствующих сторон. В целом он дал понять, что правительство не станет вмешиваться в конфликт акционеров пока предприятие стабильно функционирует и выполняет социальные обязательства перед своими работниками.

На внеочередном собрании акционеров, состоявшемся 21 октября 2010 г. по инициативе «Русала», акционеры проголосовали против прекращения полномочий действующего совета директоров. После этого «Интеррос» и «Норильский никель» сделали «Русалу» ряд предложений о выкупе его доли, последовательно поднимая цену. Последнее предложение от имени «Норильского никеля» в середине февраля 2011 г. предполагало выкуп 20% акций за 12,8 млрд долларов, т.е. с премией к рыночной цене более 40%<sup>3</sup>. Несмотря на значительную премию к рынку, и на сей раз предложение было отвергнуто.

1 См.: Оценка публичной составляющей крупнейших корпоративных конфликтов 2010 г. Исследование НИУ-ВШЭ. 2010.

2 Челпанова М. Доктора «Норникелю» //РБК Daily. 26 июля 2010.

3 При этом ГМК выдвинул условие: в случае одобрения сделки «Русал» и «Норильский никель» должны заключить двухлетнее акционерное соглашение, в соответствии с которым у «Норильского никеля» будет право определять порядок голосования и реализации оставшегося пакета акций ГМК (5,13%), принадлежащего «Русалу».

Необходимо заметить, что неуступчивость «Русала» на переговорах о продаже пакета «Русала» была продиктована прежде всего позицией О. Дерипаски. При том что он остается крупнейшим акционером «Русала» с долей (через EN+) 47,4%, другими крупными акционерами алюминиевой компании являются группа ОНЭКСИМ Михаила Прохорова (17%) и СУАЛ Виктора Вексельберга (15,8%). Однако владея в общей сложности 32,8% акций «Русала», в совете директоров они имеют всего трех представителей из 18 (еще четыре места занимают независимые директора). Поэтому несмотря на то что М. Прохоров и В. Вексельберг, по всей видимости, поддерживали предложение по продаже пакета «Русала» в ГМК, совет директоров «Русала» проголосовал против сделки<sup>1</sup>. Он принял также специальную резолюцию, рекомендовавшую менеджменту компании после запланированного на март 2011 г. ВОСА, при условии, если в совет директоров «Норильского никеля» войдет и возглавит его А. Волошин, начать переговоры об урегулировании конфликта с «Интерросом».

В конце декабря «Норильский никель» неожиданно договорился с международным трейдером на рынках нефти и металла Trafigura Beheer BV о продаже последнему более 8% квазиказначейских акций. Руководство «Русала» высказало подозрение, что Trafigura не является независимым акционером и будет голосовать по согласованию с менеджментом ГМК и «Интерросом» в обмен на возможность продавать продукцию ГМК. В январе 2011 г. «Норильский никель» запустил новую программу выкупа собственных акций, в результате которой его дочерняя компания приобрела около 7% акций. Тем акционерам, которые хотели выйти из капитала компании, проведение buy back позволило сделать это с солидной прибылью. Из-за того что пакет «Русала» нахо-

1 Эксперты склонны считать, что, по всей видимости, М. Прохоров и В. Вексельберг относятся к доле в «Норильском никеле» больше как к финансовой, нежели стратегической инвестиции, и продажа пакета является для них более предпочтительным вариантом разрешения конфликта, поскольку погасив долги «Русала», они могли бы претендовать на получение дивидендов.

дился в залоге, он не мог принимать участия в выкупе, даже если бы и захотел. Попытки «Русала» заблокировать обратный выкуп через суд не увенчались успехом. Кроме того, в марте стало известно, что «Интеррос» довел свою долю в «Норильском никеле» почти до 30%<sup>1</sup>.

11 марта 2011 г. прошло внеочередное собрание акционеров «Норильского никеля», идею проведения которого поддержали все стороны конфликта. На нем был избран новый состав совета директоров, который более точно соответствовал текущей структуре собственности компании, в том числе появлению нового акционера – Trafigura. В него вошли четыре представителя «Интерроса», два – «Русала» (одним из них остался О. Дерипаска), по одному – «Металлоинвеста» и Trafigura, два представителя менеджмента ГМК, два независимых директора и Александр Волошин, избранный при поддержке «Русала». Руководство как «Интерроса», так и «Русала» высказало удовлетворение итогами общего собрания акционеров. 1 апреля кресло председателя совета директоров занял А. Волошин.

Также в марте 2011 г. «Металлоинвест» заявил о союзе с «Русалом» и объявил о планах увеличения своей доли в «Норильском никеле» за счет скупки акций с рынка. В то же время в начале апреля «Норильский никель» объявил о продолжении программы обратного выкупа и готовности приобрести еще 2% акций<sup>2</sup>. Таким образом, на текущий момент с учетом «квазиказначейских» акций совместная доля «Интерроса» и менеджмента ГМК приближается к 40%, пакет Trafigura составляет около 8% акций, а на долю «Русала» и «Металлоинвеста» вместе приходится около 30%.

## 5.2. ПРИЧИНЫ КОНФЛИКТА

Фундаментальная причина данного конфликта состоит в том, что ценность контроля в России настолько высока,

1 Терентьева А. Потанин получил преимущество // Ведомости. 10 марта 2011.

2 Терентьева А. Главный покупатель // Ведомости. 6 апреля 2011.

что «совместное управление» в российских компаниях является редким исключением и возможно лишь тогда, когда у партнеров имеются близкие взгляды на стратегию развития, стиль управления, высокое взаимное доверие и способность сдерживать личные амбиции. Деловыми партнерами Владимир Потанин и Олег Дерипаска никогда не были и, следовательно, на взаимное доверие им сложно было рассчитывать. Взгляды на стратегию развития ГМК и стили управления своими активами у них также оказались разными. Дополнительным фактором конфликта явилась разная степень влияния на оперативное управление при приблизительном равенстве долей основных акционеров, что изначально создавало конфликтную ситуацию и предоставляло «Русалу» повод заявлять, что компания управляется в интересах одного акционера – «Интерроса». Итак, в общих чертах причины конфликта можно сформулировать следующим образом.

1. Высокая ценность единоличного контроля в российских условиях вкупе с личными амбициями основных акционеров.

2. Неравный доступ к управлению компанией при примерном равенстве долей основных собственников.

3. Разные взгляды на стратегию/планы долгосрочного развития компании.

4. Разные стили управления основных акционеров.

### 1. Высокая ценность единоличного контроля в российских условиях. Психология контролирующего собственника

Как уже отмечалось в частях 1–3 исследования, ценность контроля во многом обусловлена правовой средой. Она проявляется, например, в премиях, которые платятся при заключении сделок с крупными пакетами акций. В России такие сделки происходят по ценам, зачастую на десятки процентов превышающим рыночные котировки компаний. То, что в феврале 2011 г. «Русал» отказался продать свою долю в «Норильском никеле», несмотря на более чем 40%-ную премию к рынку, вполне согласуется с тезисом о высокой ценности контроля. Хотя, конечно, отказ мог быть обусловлен и тем, что руководство «Русала»

считает, что «Норильский никель» в перспективе может стоить гораздо выше текущих котировок<sup>1</sup>.

Кроме того, ценность контроля для российских акционеров может объясняться и неэкономическими факторами, например, психологией контролирующих собственников, которая, в свою очередь, может быть следствием особенностей истории становления российского бизнеса, когда утвердился тип предпринимателя, не привыкшего уступать в конкурентной борьбе. Крупные российские бизнесмены привыкли чувствовать себя полноправными хозяевами контролируемых ими компаний и не любят вмешательств извне. Владимир Потанин во времена совместного с Михаилом Прохоровым контроля над компанией не был единоличным контролирующим акционером ГМК. В то же время вплоть до начала раздела активов они были, в общем, единомышленниками и выступали как единая команда. Поэтому В. Потанину вряд ли стало комфортно делить контроль над предприятием с внезапно появившимся новым акционером, намерения которого относительно «Норильского никеля» существенно расходились с его собственными планами.

(104)

В свою очередь, О. Дерипаска постоянно стремится к полному контролю над компаниями, в которые он инвестирует. Его неуступчивость и нежелание оставаться на вторых ролях не оставляли шансов на то, что новый крупный собственник будет мириться с ролью пассивного инвестора. Таким образом, с самого начала было очевидно, что двум крупным акционерам договориться будет непросто.

## 2. Неравный доступ к управлению компанией при неравном равенстве долей основных собственников

С момента вхождения «Русала» в капитал ГМК «Интеррос» сохранял перевес в совете директоров. Таким образом, при приблизительно одинаковых долях «Русал» чувствовал себя «ущемленной» стороной, мириться с чем,

<sup>1</sup> В этом случае было бы логично ожидать встречного предложения о выкупе доли «Интерроса», однако «Русал» по-прежнему обременен значительными долгами, что делает невозможным привлечение внешнего финансирования.

разумеется, был совершенно не согласен. Можно предположить, что даже при действительном паритете в совете директоров и менеджменте, устраивавшем обоих крупных акционеров, конфликт рано или поздно возник бы. Однако в данном случае конфликтная ситуация создалась изначально.

Все претензии «Русала» к руководству «Норильского никеля» сводятся, по сути, к двум: (1) компания управляется неэффективно, (2) компания управляется в интересах «Интерроса». Ниже мы подробно разберем точки зрения «Русала» и «Интерроса»/менеджмента ГМК. Некоторые аргументы противоборствующих сторон содержатся в разнообразных интервью в прессе. Наиболее полно критика «Русала» отражена в материалах созданного им сайта «Спасем «Норильский никель»<sup>1</sup>. Позиция менеджмента ГМК была сформулирована в материалах «7 писем инвестору», которые были размещены на сайте «Норильского никеля».

(105)

## 3. Разногласия по поводу стратегии развития компании

С самого начала «Русал» высказывал недовольство стратегией «Норильского никеля». Собственно говоря, проблема состояла не в том, что «Русал» и «Интеррос»/менеджмент ГМК предлагают разные стратегии, а в том, что «Русал» считал, что у «Норильского никеля» попросту отсутствует выятная стратегия<sup>2</sup>. Признавая, что по состоянию на конец 2008 г. «детальная долгосрочная производственная программа... так и не была разработана»<sup>3</sup>, менеджмент ГМК приводит основные целевые показатели и сроки их достижения как по отдельным бизнес-единицам, так по компании в целом. То, что не были подготовлены конкретные варианты решений, менеджмент объясняет постоянными конфликтами акционеров, а также влиянием мирового экономического кризиса,

<sup>1</sup> <http://www.savenornickel.ru/>

<sup>2</sup> *Сиваков Д.* Спор о мировом лидерстве // Эксперт. 6 сентября 2010; сайт «Спасем «Норильский никель», <http://www.savenornickel.ru/>

<sup>3</sup> 7 писем инвесторам. Письмо второе. Производство, экология и модернизация: фокус на интенсивное развитие. <http://www.nornik.ru/press/news/3060/>

который заставил руководство компании сосредоточиться на «насуточных задачах для минимизации негативных последствий кризиса»<sup>1</sup>. Стратегия могла бы быть разработана в «мирном» 2009 г., когда в состав правления «Норильского никеля» был включен представитель «Русала» Валерий Матвиенко, который, по утверждению руководства «Норильского никеля», представил свой вариант стратегии развития в июне 2010 г. Однако вскоре после скандального ГОСА 2010 г. он покинул компанию. По версии «Русала» его уход был связан с невозможностью конструктивной работы в менеджерской команде «Норильского никеля». В свою очередь, менеджмент ГМК утверждает, что В. Матвиенко ушел по указанию О. Дерипаски. По всей видимости, из-за эскалации конфликта стратегия, предложенная В. Матвиенко, так и не была принята, а ее детали остаются неизвестными.

(106)

В то же время в данный момент, по утверждению руководства ГМК, разработка стратегии производственно-технического развития компании до 2025 г. завершается. Практически законченный вариант стратегии обсуждался на выездном расширенном заседании правления «Норильского никеля» в Норильске 21 марта 2011 г. Детали новой стратегии пока неизвестны, но некоторые общие моменты были озвучены В. Стржалковским. Это расширение линейки производимых металлов, существенное увеличение добычи железной руды (в два раза), возможная добыча угля, географическая диверсификация, решение экологических проблем. В области экологической политики компания планирует снижение вредных выбросов в Норильске в четыре раза к 2015 г., предусмотрены также мероприятия по утилизации диоксида серы<sup>2</sup>. Согласно сообщению пресс-службы компании, объявлен конкурс, по итогам которого планируется отобрать лучшую технологию утилизации серы<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ibid.

<sup>2</sup> «Таймырский Телеграф». 21 марта 2011.

<sup>3</sup> См. пресс-релизы «Норильского никеля» от 2 и 3 марта 2011 г.: <http://www.nornickel.ru/press/news/3196/>, <http://www.nornickel.ru/press/news/3194/>

Мнение о новой стратегии ГМК «Русал» пока публично не озвучил. Поэтому мы сосредоточимся на тезисах критики, которые он выдвигал до недавнего времени, и представим аргументацию руководства «Норильского никеля» по каждому из направлений. Предложения «Русала» относительно изменения стратегии ГМК сводятся к:

- а) органическому росту как основному направлению инвестирования;
- б) реализации программы сокращения расходов;
- в) реорганизации сбыта и маркетинга продукции для обеспечения максимальной премии и работе с конечными потребителями;
- г) избавлению от непрофильных активов;
- д) экологической модернизации производства, снижению негативного эффекта деятельности компании на окружающую среду;
- е) изменению финансовой политики;
- ж) повышению профессионального уровня управления ГМК.

(107)

#### а) Органический рост и инвестиции

Руководство «Русала» считает, что у «Норильского никеля» наблюдается нехватка капитальных инвестиций, из-за чего страдает качество руды. Оно также заявляет, что возможность увеличения продукции в Заполярном филиале на 30% к 2020 г. не отражена в бизнес-плане компании. Кроме того, менеджмент ГМК обвиняется в неисполнении инвестиционных обязательств по проекту в Забайкалье, который был фактически заморожен. Это, по мнению «Русала», приведет к штрафам, выплатам убытков подрядчикам, а также к дорогостоящему процессу консервации недостроенной железнодорожной ветки<sup>1</sup>.

Ответы «Норильского никеля» на критику по этим и другим пунктам в целом сводятся к следующему. Менеджмент утверждает, что многие данные, приводимые «Русалом» попросту неверны, а некоторые предлагаемые меры или планируются, или уже осуществляются компанией. Руководство ГМК заявило, что органический

<sup>1</sup> [http://www.savenornickel.ru/bp\\_improvements.aspx?lang=RU](http://www.savenornickel.ru/bp_improvements.aspx?lang=RU)

рост является «основным приоритетом производственной программы» еще с начала кризиса, а увеличение производства в Заполярном филиале присутствует в планах производственного развития «Норильского никеля». Что касается нарушения инвестиционных обязательств по проекту в Забайкалье, то руководство ГМК утверждает, что все обязательства выполняются, а «первоначально утвержденный паспорт проекта был пересмотрен в связи с тем, что три месторождения из пяти оказались нерентабельными», а процесс согласования занял длительное время. В пресс-релизе в ноябре 2010 г. «Норильский никель» сообщил о ходе реализации забайкальского проекта<sup>1</sup>.

(108)

#### б) Контроль за расходами

«Русал» ставит в упрек менеджменту «Норильского никеля» то, что тот не в состоянии контролировать расходы компании и не сумел снизить их во время кризиса. Руководство ГМК убеждено в обратном: ему удалось сохранить контроль над расходами, а «определенный их рост, который можно было наблюдать в 1-м полугодии 2010 г., обусловлен затратами на приобретение концентрата в рамках увеличения объемов производства заводом Harjavalta в Финляндии, укреплением курса рубля по отношению к доллару, инфляцией и ростом тарифов естественных монополий»<sup>2</sup>.

#### в) Сбытовая и маркетинговая политика

«Русал» также обвинил руководство «Норильского никеля» в непрозрачных схемах сбыта, реализации продукции по слишком низким ценам и через биржу, а не конечным потребителям (из-за чего компания теряет деньги)<sup>3</sup>. Менеджмент ГМК, напротив, уверяет, что сбытовая поли-

1 <http://www.nornickel.ru/press/news/3100/>

2 7 писем инвесторам. Письмо четвертое. Финансовая политика: рациональность и дисциплина. <http://www.nornickel.ru/press/news/3081>

3 Deripaska sets out five targets for Norilsk // Metal Bulletin, July 6, 2010; Соков М. Мы можем потребовать с «Интерроса» возмещения убытков // РБК Daily. 11 августа 2010; Сиваков Д. Спор о мировом лидерстве // Эксперт. 6 сентября 2010.

тика прозрачна, цены реализации выше, чем у большинства компаний отрасли, а заявления о том, что металл не продается конечным потребителям не соответствует действительности<sup>1</sup>. Он отклонил предложение «Русала» о замене сложившейся практики продаж продукции ГМК на систему торговли через трейдера Glencore, который является крупным акционером «Русала»<sup>2</sup>.

В августе 2010 г. О. Дерипаска направил письмо независимому директору и председателю комитета по аудиту «Норильского никеля» Джерарду Холдену с просьбой проверить политику компании в области маркетинга и продаж и выяснить, не являются ли посредники аффилированными с менеджментом или другими акционерами ГМК. Проверка, проведенная международной аудиторской компанией КПМГ, не нашла признаков заниженных цен, аффилированности менеджмента со сбытовыми компаниями, подозрительных сделок<sup>3</sup>. В то же время «Русал» не согласился с пресс-релизом ГМК по итогам проверки<sup>4</sup>, заявив, что результаты отчета КПМГ искажены и экспертиза продолжается. Руководство «Русала» утверждало, что поскольку КПМГ не является экспертом в области торговли металлами, то «для формирования выводов требуется дополнительная работа с независимыми агентствами, специализирующимися на анализе маркетинговых операций».

(109)

#### г) Политика поглощений и избавление от непрофильных активов

«Русал» подверг критике политику поглощений «Норильского никеля» и призвал его менеджмент изба-

1 7 писем инвесторам. Письмо третье. Сбыт и маркетинг: независимый сбыт как необходимое условие стабильности компании. <http://www.nornickel.ru/press/news/3067>

2 7 писем инвесторам. Письмо третье. Сбыт и маркетинг: независимый сбыт как необходимое условие стабильности компании. <http://www.nornickel.ru/press/news/3067>

3 См. блог независимых директоров «Норильского никеля» <http://ineds.nornik.ru/blog/post/46>, а также пресс-релиз «Норильского никеля» <http://www.nornik.ru/press/news/3089/>

4 См. [http://www.savenornickel.ru/press\\_view.aspx?lang=RU&id=34](http://www.savenornickel.ru/press_view.aspx?lang=RU&id=34)

виться от непрофильных активов. В качестве примеров поглощений, наносящих ущерб стоимости компании, он приводит покупку канадской LionOre самим «Норильским никелем» и 25%-ного пакета «Русиа Петролеум» ОГК-3, «дочкой» «Норникеля». В 2007 г. LionOre была приобретена за 6,3 млрд долларов, в то время как в сентябре 2010 г. стоимость компании, по утверждению О. Дерипаски, составляла чуть более одного миллиарда долларов<sup>1</sup>. Впрочем претензии по данной сделке должны быть адресованы предыдущему, а не нынешнему менеджменту ГМК. Кроме того, когда «Русал» приобретал свою долю в «Норильском никеле», LionOre уже была куплена, следовательно, эта сделка не могла ему повредить.

(IIО)

В случае с покупкой «Русиа Петролеум» претензии «Русала» выглядят гораздо более обоснованными. Во-первых, «Русиа Петролеум» являлась непрофильным активом как для ОГК-3, так и «Норильского никеля». Во-вторых, 25%-ный пакет компании был куплен осенью 2008 г. за 576 млн долларов<sup>2</sup>. Дополнительное недовольство «Русала» вызвало то, что данный актив покупался у структур «Интерроса», и деньги, потраченные на покупку, скорее всего, предназначались для реализации инвестиционной программы ОГК-3<sup>3</sup>. Представители «Русала» постоянно приводят данную сделку, как пример того, что «Норильский никель» управляется в интересах «Интерроса».

Что касается избавления от непрофильных активов, то речь идет прежде всего о продаже пакета «Норильского никеля» (около 83% акций) в самой ОГК-3. По этому вопросу у сторон также наметились серьезные разногласия. В конце 2010 г. компания «Евросибэнерго»,

1 Сиваков Д. Спор о мировом лидерстве // Эксперт, 6 сентября 2010 г.

2 Примерно в то же время «Газпром» намеревался купить 63% «Русиа петролеум» примерно за 1 млрд долларов, а в июне 2008 г. М. Прохоров оценивал 25% пакет компании в 287 млн долларов – Бушуева Ю. Корпоративное управление: Деньги или репутация // Ведомости. 27 октября 2008.

3 Перетолчина А. Придется вернуть // Ведомости. 15 октября 2010. Строго говоря, решение принималось советом директоров ОГК-3, а не «Норильского никеля».

входящая в холдинг En+O. Дерипаски, предложила купить пакет «Норильского никеля» в ОГК-3. Однако совет директоров решил, что предпочтительнее будет обменять его на миноритарный (10–15%) пакет в «Интер РАО». В данный момент «Русал» пытается через суд заблокировать сделку с «Интер РАО». Его претензии сводятся к тому, что предложение «Евросибэнерго» было выгоднее, а обмен с «Интер РАО» недооценивает пакет в ОГК-3. Менеджмент «Норильского никеля» придерживается противоположной точки зрения<sup>4</sup>. Кроме того, по мнению «Русала», в результате сделки никакого избавления от непрофильного актива не произойдет: контрольный пакет в одном непрофильном активе будет обменян на миноритарный пакет в другом непрофильном активе<sup>2</sup>. Впрочем президент «Норильского никеля» Андрей Клишас в январе 2011 г. заявил о возможности продажи пакета ГМК в «Интер РАО» в течение полутора-двух лет<sup>3</sup>.

(III)

#### д) Экологическая политика

В области экологической политики главный посыл «Русала» заключается в том, что состояние дел с экологией в Норильске крайне тяжелое, а ГМК очень мало делает для исправления ситуации. В свою очередь, руководство «Норильского никеля» признает наличие серьезных проблем, но утверждает при этом, что предпринимает все возможные меры для улучшения экологии, однако эффективных технологических решений для быстрого изменения ситуации в лучшую сторону пока не существует<sup>4</sup>. При этом, по его убеждению, «Русал» намеренно сгущает краски. Так, в августе 2008 г. тогдашний генеральный директор «Русала» Александр Булыгин в открытом письме на имя

1 Терентьева А. Дерипаска против // Ведомости. 17 января 2011.

2 <http://www.savenornickel.ru/SaleOGK.aspx?lang=RU>

3 Дзагуто В. Возвращение потерянного РАО // Коммерсантъ. 11 января 2011.

4 7 писем инвесторам. Письмо второе. Производство, экология и модернизация: фокус на интенсивное развитие. <http://www.nornik.ru/press/news/3060/>



Владимира Стржалковского<sup>1</sup> описал экологическую ситуацию в Норильске как находящуюся «на грани катастрофы», ссылаясь на данные государственных органов экологического надзора и международных общественных организаций (Blacksmith Institute, Росприроднадзора РФ, Гринпис России). Он призвал к масштабной экологической модернизации предприятий ГМК и предложил содействие в подготовке технико-экономического обоснования проекта. В ответном письме<sup>2</sup> В. Стржалковский назвал информацию «Русала», не соответствующей действительности, со ссылкой на данные Роспотребнадзора и Экологического бюллетеня. Он также указал на наличие у «Норильского никеля» комплексной экологической программы, предполагающей выделение около 36 млрд рублей на реализацию природоохранных мероприятий в период с 2007 по 2015 г. Однако руководство «Русала» заявило, что практических результатов реализации программы пока не видит<sup>3</sup>.

(II2)

Менеджмент ГМК утверждает, что если, как считают оппоненты, компания делает недостаточно в сфере защиты окружающей среды, то «Русал» должен нести свою долю ответственности за это, поскольку В. Матвиенко, проработавший в правлении «Норильского никеля» больше года, среди прочих курировал вопросы экологии. В то время как «Русал» ссылается на собственную практику экологической модернизации, В. Стржалковский полагает, что «опыт решения экологических проблем при производстве алюминия, по мнению специалистов, не может быть успешно применен для экологической составляющей при производстве никеля»<sup>4</sup>. Необходимо упомянуть, что, согласно утверждениям руководства «Норильского никеля», в новой, практически подготовленной стратегии компании большое место отводится вопросам экологической политики, в том числе утилизации диоксида серы.

1 [http://www.rusal.ru/news\\_details.aspx?id=6207](http://www.rusal.ru/news_details.aspx?id=6207). См. также: [http://www.savenornickel.ru/bp\\_improvements.aspx?lang=RU](http://www.savenornickel.ru/bp_improvements.aspx?lang=RU)

2 <http://www.nornik.ru/press/news/2311/>

3 Трушина А., Фадеев М. Принцип пинг-понга //РБК Daily. 18 августа 2008.

4 <http://www.nornik.ru/press/news/2311/>

## е) Финансовая политика

Позиция руководства «Русала» строится на том, что свободные средства компании необходимо выплачивать в виде дивидендов. В то же время, по его мнению, ГМК, генерирующий значительный объем наличности ежегодно, использует его неэффективно. Вдобавок к недостаточным инвестициям в основной капитал деньги тратятся на выкуп собственных акций, приобретение непрофильных активов, кредиты аффилированным с «Интерросом» структурам (по утверждениям «Русала», речь шла о компании «Роза-Хутор»)<sup>1</sup>.

Вопрос о дивидендах поднимался еще в августе 2008 г., когда менеджмент «Норильского никеля» объявил о программе обратного выкупа акций, в то время как «Русал» выступал за выплату дивидендов<sup>2</sup>. Однако наиболее остро он встал в начале 2010 г. Достигнув дна в декабре 2008 г. (9,7 тыс. долларов за тонну), мировые цены на никель росли большую часть 2009 г. и начало 2010 г. и увеличились до 26,15 тыс. долларов за тонну в апреле 2010 г. (рис. 5.1). В результате ГМК завершил 2009 г. с чистой прибылью в 2,65 млрд долларов. Стало ясно, что ситуация выправляется, и свободные денежные средства компании можно использовать для выплаты дивидендов, что помогло бы крупнейшим акционерам, прежде всего «Русалу», решить проблемы со своими долгами. Однако положение основных акционеров существенно различалось. В то время как на начало 2010 г., по словам В. Потанина, совокупный чистый долг «Интерроса» составлял 2 млрд долларов<sup>3</sup>, аналогичный показатель UC Rusal оставался на уровне 12,1 млрд долларов<sup>4</sup>, а совокупный долг компаний «Базэла» в конце

(II3)

1 <http://www.savenornickel.ru/wastes.aspx?lang=RU>; Соков М. «Мы можем потребовать с «Интерроса» возмещения убытков» //РБК Daily. 11 августа 2010.

2 Федоринова Ю. Денисова А. Почему не дивиденды? //Ведомости. 25 августа 2008.

3 Терентьева А. Потанин запаса деньгами //Ведомости. 13 августа 2010.

4 Презентация результатов 1-го квартала 2010 г., [http://www.rusal.ru/en/iv\\_presentations.aspx](http://www.rusal.ru/en/iv_presentations.aspx)

2009 г. составлял более 20 млрд долларов<sup>1</sup>. Без получения высоких дивидендов инвестиции «Русала» в «Норильский никель» во многом теряли смысл.

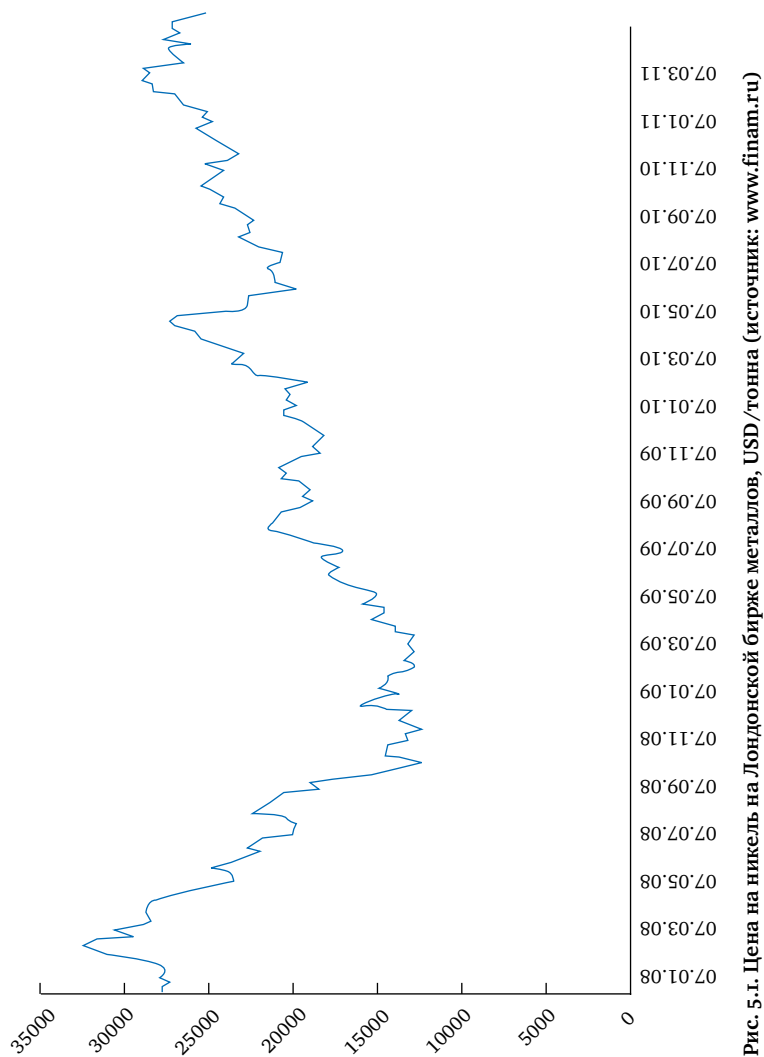


Рис. 5.1. Цена на никель на Лондонской бирже металлов, USD/тонна (источник: www.finam.ru)

<sup>1</sup> Терентьева А. На что копит Дерипаска // Ведомости. 17 августа 2010.

Поэтому, вполне естественно, что интересы «Интеррос» и менеджмента, с одной стороны, и «Русала», с другой стороны, относительно использования свободных денежных средств «Норильского никеля» сильно расходились. «Русал» стремился выжать максимум средств для частичного покрытия своих значительных долгов и не хотел расставаться с участием в контроле над ГМК. Его руководство делало заявления, что «Норильский никель» для «Русала» – это стратегическая инвестиция. Поэтому дивиденды для О. Дерипаски были предпочтительнее продажи пакета в «Норильском никеле». К тому же «Русал» не мог участвовать в обратном выкупе, поскольку его пакет в «Норильском никеле» находился в залоге<sup>1</sup>.

(115)

Весной 2010 г. «Русал» предложил выплатить 3 млрд долларов дивидендов, или 115% чистой прибыли ГМК по МСФО за 2009 г. Выплата высоких дивидендов отвечала интересам «Интеррос», однако предложение UC Rusal было слишком радикальным, по мнению как менеджмента «Норильского никеля», так и «Интеррос». Управляющий директор «Интеррос» Андрей Бугров назвал предложение «Русала» «теоретически возможным», но «безрассудным»: для этого пришлось бы использовать заемные средства, но это «оголило бы компанию, оставив ее без ресурса прочности»<sup>2</sup>. В итоге совет директоров принял решение о выплате лишь половины чистой прибыли, что, правда, превышало 20–25%, задекларированных в дивидендной политике компании. Впрочем в расчете на акцию дивиденды за 2009 г. не выглядели экстраординарными: 6,7 долларов против 9,34 долларов за 2007 г. и тех же 6,7 долларов за 2006 г. (в 2008 г. компания получила чистый убыток и не выплачивала дивиденды).

<sup>1</sup> Даже если абстрагироваться от проблемы заблокированного пакета, представители «Русала» считали обратный выкуп несправедливой формой распределения прибыли вследствие несовершенства российского законодательства. Подробнее см.: «Мы можем потребовать с «Интеррос» возмещения убытков», – М. Соков // РБК Daily. 11 августа 2010.

<sup>2</sup> Асанкин Р. Олег Дерипаска ополовинил прибыль «Норникеля» // Коммерсантъ. 28 мая 2010.

«Русал» настаивал на том, что в трехлетнем соглашении 2008 г. якобы содержалось условие выплачивать при наличии финансовой возможности не менее 2 млрд долларов дивидендов в год. На конец 2009 г. чистый долг «Норильского никеля» составлял около 1,7 млрд долларов, а денежные средства и их эквиваленты на балансе компании – около 3,6 млрд долларов<sup>1</sup>. Так что теоретически «Норильский никель» мог выплатить 3 млрд долларов. Однако против выплаты столь щедрых дивидендов «Интеррос» и менеджмент ГМК приводили следующие аргументы: (1) условия кредитов, предоставленных «Норильскому никелю», запрещают выплачивать более 50% чистой прибыли<sup>2</sup>; (2) кризис еще не закончился, поэтому необходима «подушка безопасности»; (3) отсутствие долга является конкурентным преимуществом, дает финансовую гибкость и возможность беспрепятственной реализации инвестиционной программы и сделок M&A<sup>3</sup>. В целом доводы менеджмента ГМК и «Интерроса» не лишены оснований. Хотя остается неясным, можно ли было передоговориться с кредиторами по поводу ковенантов, очевидно, что «финансовая гибкость» в тот момент для руководства ГМК и «Интерроса» была гораздо важнее. Кроме того, в тактическом плане «Интерросу» было выгодно, чтобы «Русал» оставался в тяжелом финансовом положении, поскольку это улучшало его переговорную позицию в случае возможного торга о выкупе доли «Русала».

(116)

Еще одной важной возможной причиной нежелания распределять слишком высокие прибыли является то, что денежные средства могли понадобиться менеджменту для реализации программ обратного выкупа и, опять же, для возможного выкупа ГМК доли «Русала».

В середине мая 2011 г. в соответствии с дивидендной политикой компании совет директоров «Норильского

1 Отчетность «Норильского никеля» по МСФО за 2009 г.

2 Ямбаева Р., Асанкин Р. Это миф, что Дерипаска все только покупает и ничего не продает. Интервью с Владимиром Потаниным// Коммерсантъ. 25 октября 2010.

3 7 писем инвестору. Письмо четвертое. Финансовая политика: рациональность и дисциплина. <http://www.nornik.ru/press/news/3081/>

никеля» рекомендовал годовому собранию акционеров направить на выплату дивидендов 1,22 млрд долларов (24% чистой прибыли за 2010 г.) и отклонил предложение «Русала» о выплате 2 млрд, или 40% чистой прибыли.

## ж) Профессионализм менеджмента. Хорошо или плохо управляется «Норильский никель»?

Критика «Русалом» операционной деятельности и стратегии компании во многом связана с претензиями к профессиональным качествам менеджмента вообще и генерального директора «Норильского никеля» В. Стржалковского в частности. Например, О. Дерипаска утверждал, что проблема не в лояльности менеджмента ГМК «Интерросу», а в его некомпетентности<sup>1</sup>. Основным аргумент «Русала» сводился к тому, что ряд ключевых менеджеров, включая гендиректора, не имеет опыта работы в горно-металлургической отрасли<sup>2</sup>.

(117)

Трудно сказать, насколько оправданы претензии «Русала» к руководству компании. «Норильский никель» относительно благополучно пережил кризис, а его операционные показатели не свидетельствуют о более низкой операционной эффективности по сравнению с другими компаниями отрасли (рис. 5.2 и 5.3). Однако руководство «Русала» полагает, что «Норильский никель», благодаря своему уникальному рыночному положению и ресурсной базе способен существенно улучшить операционные показатели и может стоять значительно больше, чем в текущий момент.

На рис. 5.4 представлен график кумулятивной доходности акций «Норильского никеля» и крупнейших международных компаний отрасли с учетом дивидендов. График не позволяет сделать вывод об ухудшении динамики доходности по сравнению с другими компаниями отрасли с приходом В. Стржалковского на пост генерального директора. В течение 2009 г. доходность акций «Норильского никеля» действительно была ниже,

1 Сиваков Д. Спор о мировом лидерстве//Эксперт. 6 сентября 2010.

2 <http://www.savenornickel.ru/management.aspx?lang=RU>

чем у BHP Billiton и Vale, но не хуже, чем у Rio Tinto. Если же брать период с августа 2008 г. по май 2011 г., то кумулятивная доходность акций «Норильского никеля» практически такая же как у BHP Billiton и Vale и лучше, чем у Rio Tinto.

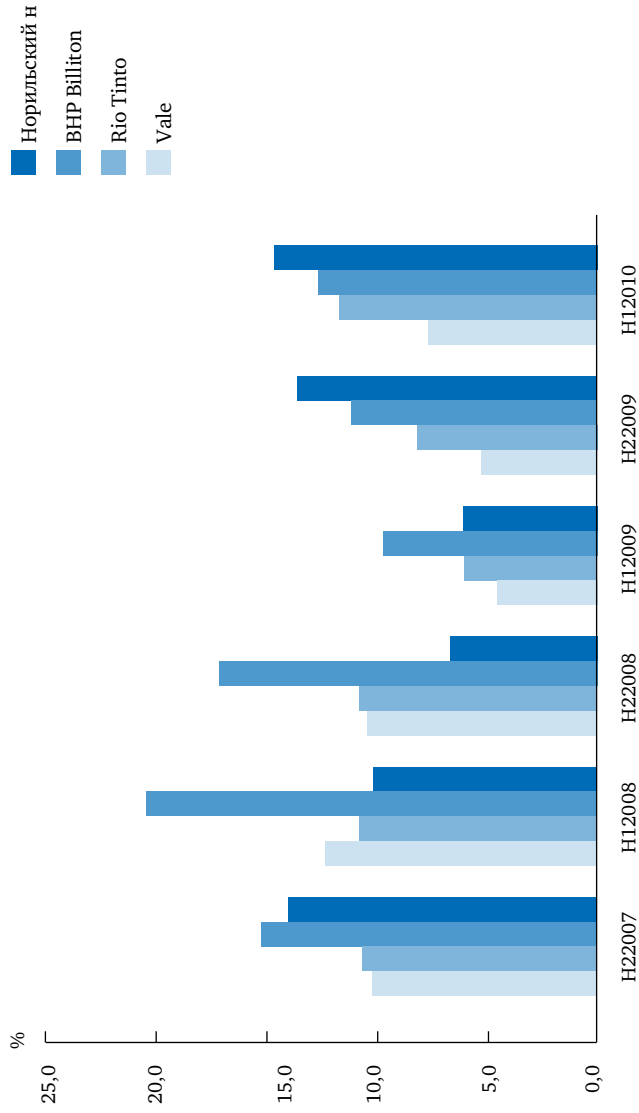


Рис. 5.2. EBITDA margin «Норильского никеля» и крупнейших международных компаний отрасли

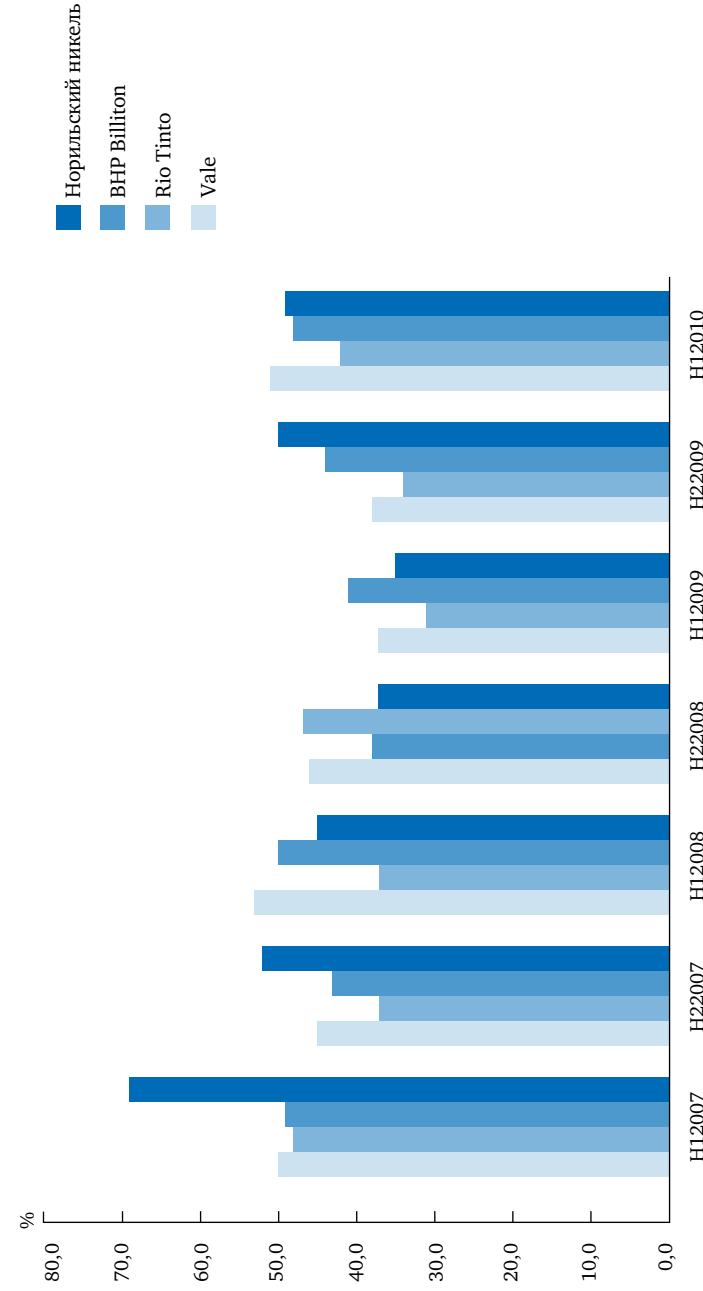


Рис. 5.3. Рентабельность активов «Норильского никеля» и крупнейших международных компаний отрасли

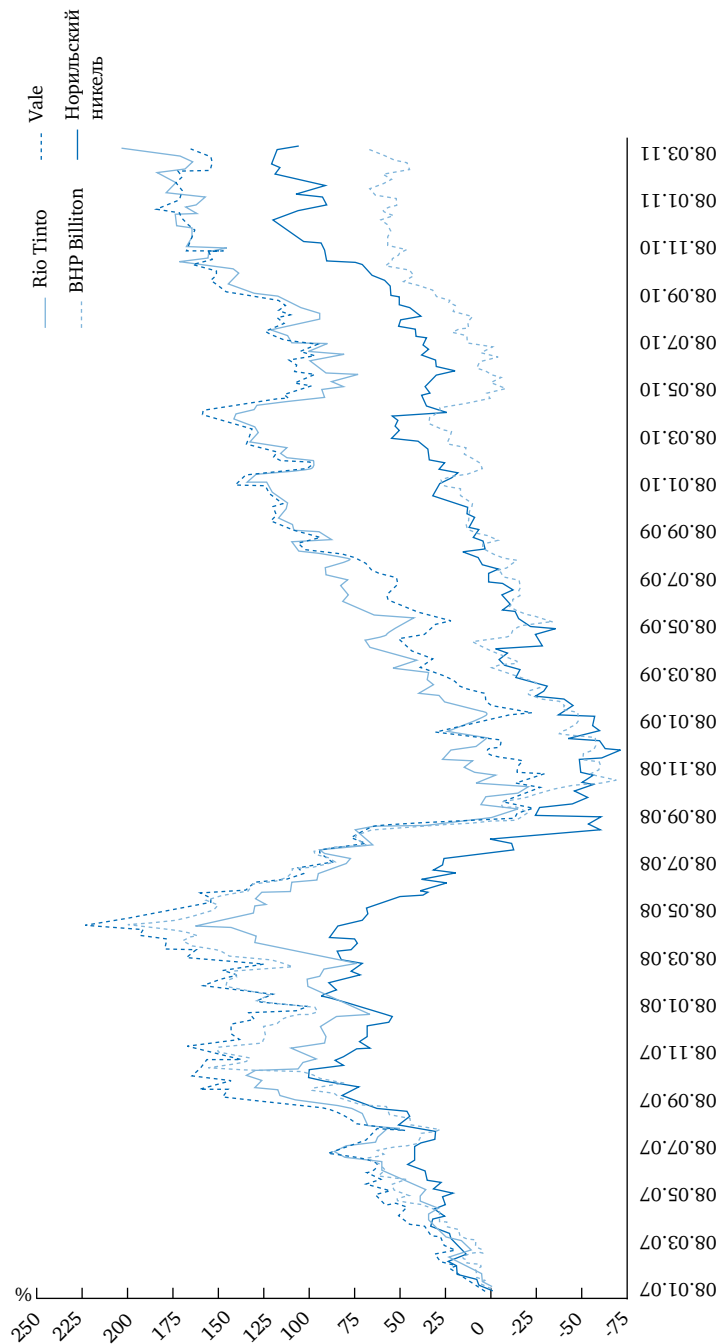


Рис. 5.4. Кумулятивная доходность акций «Норильского никеля» и крупнейших международных компаний отрасли с учетом дивидендов (источники: finance.yahoo.com, finam.ru, сайт «Норильского никеля»)

Представленные диаграммы не позволяют однозначно утверждать о каком-либо негативном влиянии конфликта на операционные показатели и рыночную стоимость компании.

#### 4. Разные стили управления Олега Дерипаски и Владимира Потанина

По мнению многих экспертов, О. Дерипаска более склонен к «ручному управлению» своими инвестициями и меньше любит делегировать полномочия. Так, в начале 2009 г. в разгар кризиса он взял оперативное управление «Базэлom» и «Русалом» в свои руки, став гендиректором в обеих структурах. В то же время В. Потанин не является гендиректором ни в одной из контролируемых им компаний и, по-видимому, в большей мере готов делегировать управление своими активами наемным менеджерам. Хотя О. Дерипаска утверждает, что лояльность менеджмента ГКМ «Интерросу» не является проблемой, а все дело в компетенции менеджмента<sup>1</sup>, зная стиль его руководства, есть основания предполагать, что его не устраивает ситуация, при которой менеджмент «Норильского никеля» ему абсолютно не подконтролен.

(121)

#### 5.3. МЕТОДЫ БОРЬБЫ

Конфликтующие стороны использовали в противостоянии следующие методы (в приблизительном порядке убывания их эффективности).

1. Использование «квазиказначейских» акций при голосовании на ГОСА и ВОСА.
2. Привлечение на свою сторону крупного миноритария.
3. Работа с миноритариями и международными консультантами по корпоративному управлению.
4. Скупка акций у миноритариев.
5. Апелляции к властям.
6. Обращения в надзорные органы, прокуратуру и суды.

<sup>1</sup> Сиваков Д. Спор о мировом лидерстве // Эксперт. 6 сентября 2010.

## 1. Использование «квазиказначейских» акций

Пожалуй, наиболее эффективным инструментом в арсенале менеджмента стало голосование «квазиказначейскими» акциями, т.е. акциями общества, выкупленными дочерними структурами ГМК и находящимися на их балансе. Осенью 2008 г. они скупили около 8,6% акций «Норильского никеля», что в ситуации примерного равенства долей основных акционеров давало серьезное преимущество менеджменту ГМК. Этот метод вызвал у «Русала» наибольшие возражения. Хотя покупка акций материнской компании дочерней и голосование ими не запрещены законом, фактически за счет компании (т.е. всех акционеров) руководство ГМК получило возможность влиять на решения собрания акционеров и воспользовалось ею. Формально решения о приобретении акций ГМК принимались менеджментом или советом директоров «дочек», однако их управляющие органы подконтрольны руководству головной компании<sup>1</sup>.

(122)

В начале 2011 г. более 8% «квазиказначейских» акций были проданы международному трейдеру Trafigura Beheer BV. В результате этой операции менеджмент ГМК лишил себя возможности голосовать «квазиказначейским» пакетом на собраниях акционеров. Однако «Русал» выразил сомнение в независимости Trafigura от руководства «Норильского никеля», поскольку эта сделка не одобрялась советом директоров ГМК, цена и ее условия не раскрывались. Известно только, что одним из условий сделки является то, что Trafigura не может продать свой пакет до 30 июня 2011 г. и, скорее всего, останется акционером ГМК по крайней мере до ГОСА<sup>2</sup>. Так или иначе, представитель Trafigura был избран в совет директоров на последнем ВОСА, и по тому как он будет голосовать

<sup>1</sup> «Норильский никель» – далеко не единственный случай, когда дочерние компании держат акции материнской. Например, во времена, когда АвтоВАЗом управлял Владимир Каданников, дочерние компании АвтоВАЗа владели контрольным пакетом компании, что означало полный контроль менеджмента над предприятием.

<sup>2</sup> Асанкин Р., Кузнецова Е. «Норникель» продается за покупку // Коммерсантъ. 21 декабря 2010.

на заседаниях совета можно будет судить, на чьей он стороне. По утверждению заместителя генерального директора «Русала» М. Сокова, на заседании совета директоров 20 апреля 2011 г. вместе с представителями «Интеррос» и руководства ГМК он проголосовал против изменений в корпоративном управлении компании, предложенных «Русалом»<sup>1</sup>.

В январе 2011 г. «Норильский никель» запустил новую программу выкупа собственных акций, в результате которой его дочерняя компания приобрела около 7% акций. В данный момент планируется приобрести еще более 2% акций<sup>2</sup>. Таким образом, пакет квазиказначейских акций к ГОСА в июне 2011 г. может составить около 9%.

(123)

## 2. Привлечение на свою сторону крупного миноритария

На самой ранней стадии конфликта, когда «Русал» пытался организовать слияние с «Норильским никелем», Алишер Усманов выступал союзником «Интеррос» и обсуждал с ним планы возможного слияния «Норильского никеля» и «Металлоинвеста». В начале 2008 г. его структуры приобрели около 5% акций ГМК и, по всей видимости, до недавнего времени голосовали этим пакетом вместе с «Интерросом» и менеджментом «Норильского никеля». При примерном равенстве долей противостоящих сторон пакет такого размера давал ощутимое преимущество.

<sup>1</sup> «Русал» предлагал отнести утверждение сделок «дочек» «Норильского никеля» на сумму свыше 1,5 млрд рублей к компетенции совета директоров ГМК, запретить голосование «квазиказначейским» пакетом (как минимум 6,85%) и создать при совете комитет по маркетингу и комитет независимых директоров. В свою очередь, по свидетельству менеджмента «Норильского никеля» комитеты, создание которых инициировал «Русал», были упразднены в 2008–2009 гг., причем директора от «Русала» тогда голосовали «за», а две другие инициативы не отвечают требованиям российской нормативно-правовой базы и корпоративным документам компании. Кроме того, по словам представителей алюминиевой компании, на обсуждение также были вынесены вопросы о повышении прозрачности корпоративных процедур и включении в совет большего числа независимых директоров. См: Терентьева А. Не послушали // Ведомости. 21 апреля 2011.

<sup>2</sup> Терентьева А. Главный покупатель // Ведомости. 6 апреля 2011.

Однако в марте 2011 г. «Металлоинвест» заявил о союзе с «Русалом» и объявил о планах увеличения своей доли в «Норильском никеле» за счет скупки акций с рынка. А. Усманов поддержал идею создания крупного совместного металлургического холдинга по производству цветных металлов, алюминия и добыче железной руды<sup>1</sup>. На внеочередном собрании акционеров ГМК в марте представитель «Металлоинвеста» Ардаван Мошири был избран в совет директоров, причем частью своего пакета за него голосовал «Русал»<sup>2</sup>. Таким образом, О. Дерипаске удалось «переманить» крупного миноритария на свою сторону.

(124)

### 3. Работа с миноритариями и международными консультантами по корпоративному управлению

Важный акцент противоборствующие стороны, особенно «Русал», сделали на привлечении голосов миноритарных акционеров путем проведения встреч с ними, публичной кампании в СМИ и Интернете, взаимодействия с представителями международных консалтинговых агентств по корпоративному управлению ISS/RiskMetrics и Glass Lewis & Co. Как уже отмечалось, «Русал» создал сайт «Спасем «Норильский никель», на котором изложил претензии к менеджменту ГМК и предлагал ряд изменений в корпоративном управлении, операционной и финансовой сферах. По мнению экспертов, создание такого сайта явилось сильным PR-ходом<sup>3</sup>.

Работа с международными консультантами была важна потому, что у «Норильского никеля» большую часть миноритариев составляют иностранные держатели ADR, которые прислушиваются к рекомендациям ISS и Glass Lewis. Обе консалтинговые компании дорожат репутацией и на их позицию не так просто повлиять, однако шансы на то, чтобы представить аргументированную точку зре-

1 Усманов А. Речь идет о союзе между мной персонально и Олегом Дерипаской // Коммерсантъ. 19 апреля 2011.

2 Алексеева О. Усманов докупит ГМК // Газета. ru. 14 марта 2011, <http://www.gazeta.ru/business/2011/03/14/3553621.shtml>

3 Оценка публичной составляющей крупнейших корпоративных конфликтов 2010 г. Исследование НИУ-ВШЭ, 2010.

ния и за счет этого склонить их на свою сторону, шансы были. Эмиссары «Русала» неоднократно посещали офис ISS/Riskmetrics<sup>1</sup>. Перед ГОСА в июне 2008 г. ISS поддержала кандидатуры двух независимых директоров, выдвинутых «Интерросом», а Glass Lewis – двух претендентов, предложенных «Русалом». Впрочем кандидатура Ги де Селье поддерживалась обоими крупными акционерами<sup>2</sup>. В совет вошли три независимых директора, предложенные «Интерросом». Впрочем одного из них, Майкла Левита, ISS не признала независимым, посчитав его аффилированным с «Интерросом»<sup>3</sup>. Перед ВОСА в октябре 2010 г. ISS и Glass Lewis рекомендовали, как и «Русал», переизбрать совет директоров, однако собрание акционеров решило оставить текущий на тот момент состав совета<sup>4</sup>.

(125)

Примечательно, что отношение ISS к одному из независимых директоров «Норильского никеля», Брэдфорду Миллсу, с течением времени менялось<sup>5</sup>. Накануне октябрьского ВОСА 2010 г., ISS усомнилась в его независимости, заподозрив в деловых связях с «Интерросом». Б. Миллс жестко отреагировал на эти подозрения в своем блоге<sup>6</sup>, объявив их происками «Русала» и выразил готовность подать в суд на ISS. Позднее, в феврале 2011 г., ISS признала независимость Б. Миллса<sup>7</sup>. В преддверии последнего ВОСА в марте 2011 г. ISS рекомендовал голосовать за Джерарда Холдена и Брэдфорда Миллса, в то время как Glass Lewis – за Джерарда Холдена и Лучиана Бебчука. В результате собрания акционеров

1 Хренников И., Герасимова А. Великий диктатор // Smart Money. 30 июня 2008.

2 Федоринова Ю. Кого поддержит UC Rusal // Ведомости. 23 июня 2008; Вектор. Чье слово дороже // Ведомости. 19 июня 2008.

3 По сообщениям прессы фонд Stone Tower Capital, возглавляемый М. Левитом, был аффилирован с «КМ Инвест» В. Потанина. Федоринова Ю. Остались при своих // Ведомости. 1 июля 2008.

4 Камнева Г., Кособокова Т. Не смогли // РБК Daily. 22 октября 2010.

5 Возможно, это произошло из-за того, что международное консалтинговое агентство не сразу разобралось в ситуации.

6 <http://ineds.nornik.ru/>

7 Камнева Г., Котов А. Признали независимость // РБК Daily. 22 февраля 2011.

ГМК в качестве независимых директоров в совет вошли Л. Бебчук, выдвинутый «Русалом», и Б. Миллс, номинированный «Интерросом».

В том, что касается содержательной стороны конфликта, то ISS в своем отчете признала резкую реакцию «Русала» на распределение мест в совете директоров «диспропорциональной», большинство его претензий к менеджменту «Норильского никеля» – необоснованными и отказалась комментировать заявления «Русала» о злоупотреблениях руководства ГМК. Частые созывы внеочередных собраний акционеров, на которых предпринимаются попытки переизбрать действующий совет директоров, по убеждению ISS, дестабилизируют его деятельность и отвлекают руководство компании от решения стратегических и операционных вопросов. Хотя эксперты ISS не усмотрели неправомερных действий со стороны ГМК или «Интерроса», они признали, что последний обладает непропорционально большим влиянием в совете директоров компании, а практику голосования «квазиказначейскими» акциями назвали, хоть и законной, но негативной<sup>1</sup>. В свою очередь, Glass Lewis поддержала обоснованность упреков в адрес менеджмента «Норильского никеля» в связи с непрозрачностью сделки по продаже акций Trafigura и также негативно оценила практику голосования «квазиказначейскими» акциями как противоречащую если не букве, то духу закона<sup>2</sup>.

В целом действия «Русала» по привлечению миноритариев можно назвать довольно успешными, но пока недостаточными для качественного изменения ситуации. На внеочередном собрании акционеров 21 октября 2010 г. несмотря на то, что «Русалу» удалось перетянуть на свою сторону вдвое больше миноритариев<sup>3</sup>, этого

(126)

1 ISS recommends Norilsk Nickel shareholders vote in favour of re-election of Gerard Holden and Brad Mills, блог бывшего независимого директора «Норильского никеля» Джерарда Холдена, <http://gerardholden.com/category/norilsk-nickel/>

2 Glass Lewis advises Norilsk Nickel shareholders to vote for Bebchuk, Holden // Interfax. 24 февраля 2011.

3 Терентьева А., Дербилова Е. Потанин не сдал директоров // Ведомости. 22 октября 2010.

оказалось недостаточно для переизбрания совета директоров. В то же время избрание в совет Лучиана Бебчука, профессора права, экономики и финансов Гарвардского университета было воспринято в СМИ как сильный ход «Русала», поскольку к мнению этого независимого и компетентного в вопросах корпоративного управления специалиста миноритарии будут прислушиваться. Впрочем необходимо заметить, что Л. Бебчук не обладает опытом работы в горно-металлургической отрасли, в то время как Б. Миллс в 1997–2004 гг. был топ-менеджером BHP Billiton, а до 2008 г. занимал пост генерального директора компании Lonmin.

(127)

#### 4. Скупка акций у миноритариев

Скупка акций у миноритариев, особенно в преддверии собраний акционеров, является стандартным ходом в подобных корпоративных конфликтах. Информация о том, что «Интеррос» и «Русал» скупают акции, появлялась неоднократно, однако официальных подтверждений до недавнего времени не получала, и считалось, что оба крупных акционера держат примерно по 25% акций ГМК. В марте 2011 г. Владимир Потанин в интервью «Ведомостям» признал, что «Интеррос» владеет почти 30% акций «Норильского никеля»<sup>1</sup>. При этом, согласно официальной информации, у «Русала» остается чуть более 25%. По всей видимости, увеличить свою долю «Русалу» помешали его многомиллиардные долги. Так или иначе, использование инструмента скупки пока что дало преимущество «Интерросу» еще в несколько процентов.

#### 5. Апелляции к властям

Во взаимоотношениях крупных бизнесменов с властями многое остается за пределами публичной сферы. Тем не менее, настоящий конфликт был отмечен несколькими публичными обращениями сторон к органам власти, а также высказываниями представителей власти по поводу конфликта.

1 Потанин В. Просто немного включили мозги // Ведомости. 10 марта 2011.



Как уже отмечалось, осенью 2008 г. В. Стржалковский направил письмо премьер-министру России В. Путину с предложением о выкупе государством доли «Русала». Эта инициатива мотивировалась необходимостью устранить угрозу перехода контроля над «Норильским никелем» к иностранным владельцам, поскольку пакет «Русала» находился в залоге у западных банков, в свое время выдавших компании кредит на покупку пакета у М. Прохорова. Из-за мирового финансового кризиса, у «Русала» могли начаться проблемы с поддержанием обеспечения по кредиту (margin calls), которые могли бы привести к переходу его пакета к иностранным банкам. В результате было принято решение не выкупать долю «Русала», а «переместить» его пакет из-под залога зарубежным банкам в залог «Внешэкономбанку», который предоставил «Русалу» кредит для выплаты долга, под залог того же пакета в «Норильском никеле». Вполне вероятно, что письмо В. Стржалковского способствовало заключению перемирия между конфликтующими сторонами.

(128)

В свою очередь, недовольный итогами ГОСА 2010 г., О. Дерипаска в начале августа направил письмо Президенту РФ Дмитрию Медведеву, в котором изложил свое видение ситуации вокруг «Норильского никеля». Президент дал поручение Генпрокуратуре разобраться в конфликте акционеров, которая, однако, не выявила существенных нарушений при проведении ГОСА 2010 г.

В конце августа – начале сентября 2010 г. Владимир Путин в Норильске встречался как с В. Потаниным, так и с О. Дерипаской. С одной стороны, премьер-министр РФ потребовал больших инвестиций в улучшение экологической ситуации в Норильске, косвенно поддерживая «Русал». С другой стороны, в вопросе о дивидендах В. Путин поддержал «Интеррос» и менеджмент ГМК, указав на то, что выплаты 50% чистой прибыли являются вполне достаточными и что выплаты дивидендов не должны мешать социальным и инвестиционным проектам «Норильского никеля»<sup>1</sup>. В целом он не принял ничьей стороны и пред-

1 Асанкин Р. Владимир Путин не проявил «Интерроса» // Коммерсантъ. 1 сентября 2010; Непомнящий А. Накажут рублем // Ведомости. 1 сентября 2010.

ложил акционерам самим урегулировать конфликт. Полтора месяца спустя премьер-министр вновь встречался с В. Потаниным и О. Дерипаской – на этот раз в Сочи, где он инспектировал ход подготовки к Олимпиаде 2014 г., в которой задействованы структуры обоих предпринимателей<sup>2</sup>. Но и на сей раз В. Путин воздержался от открытой поддержки какой-либо из противоборствующих сторон.

По мнению экспертов, лоббистские возможности конфликтующих сторон примерно равны и поэтому вполне естественно, что ни одной из них не удастся добиться поддержки государства.

## 6. Обращения в надзорные органы, прокуратуру и суды

(129)

Этот инструмент в корпоративном конфликте использовался почти исключительно «Русалом», которому, впрочем, пока не удалось добиться существенных успехов на этом фронте. В августе 2010 г. он подал иск в Лондонский международный арбитражный суд, обвинив «Интеррос» в нарушении трехлетнего соглашения об управлении «Норильским никелем», заключенного в ноябре 2008 г.<sup>2</sup> Между тем текст соглашения неизвестен и о его содержании можно судить лишь со слов сторон. Компания О. Дерипаски добивается исполнения соглашения и возмещения убытков от неисполнения договоренностей. По мнению «Русала», «Интеррос» нарушил договоренности о паритете в совете директоров, голосовании «квазиказначейскими» акциями, совместном принятии ключевых решений, в частности об обратном выкупе акций. В то же время в апреле 2011 г. и «Интеррос» обратился в Лондонский арбитраж со встречным иском о нарушении «Русалом» того же соглашения<sup>3</sup>. Оба иска в данный момент находятся на стадии рассмотрения.

В конце сентября 2010 г. «Русал» подал иск в Арбитражный суд Красноярского края о признании недействительным решения об избрании совета директо-

1 Колесников А. Владимир Путин равноудалил норильских олигархов // Коммерсантъ. 14 октября 2010.

2 Терентьева А. Дошла до Лондона // Ведомости. 12 августа 2010.

3 Терентьева А. Обмен исками // Ведомости. 11 апреля 2011.

ров, принятого на годовом общем собрании акционеров «Норильского никеля» в июне 2010 г.<sup>1</sup>, однако в феврале 2011 г. суд отказал в удовлетворении иска<sup>2</sup>, а 3 мая 2011 г. уже апелляционный суд отклонил жалобу «Русала»<sup>3</sup>.

В середине января 2011 г. «Русал» направил еще три иска в Арбитражный суд Красноярского края, оспаривающие три сделки: продажу ADR «Норильского никеля» компании Trafigura, обратный выкуп акций на 4,5 млрд долларов и обмен пакета ГМК в ОГК-3 на акции «Интер РАО»<sup>4</sup>. 18 апреля суд отклонил иск «Русала» по поводу обмена акций в ОГК-3, а заседания суда по искам относительно двух остальных сделок назначены на июнь<sup>5</sup>.

3 февраля 2011 г. «Русал» подал иски в суд Карибского острова Невис к зарегистрированным там дочерним структурам ГМК о запрете им голосовать «квазиказначейскими» акциями «Норильского никеля», отмене сделки с Trafigura и обратного выкупа. В качестве обеспечительных мер суд запретил дочерним компаниям голосовать акциями ГМК и совершать иные операции с акциями до заседания суда 2 марта<sup>6</sup>. Однако 28 февраля он снял все обеспечительные меры, и, таким образом, на ВОСА 11 марта «квазиказначейские» акции и пакет Trafigura получили возможность голосовать<sup>7</sup>.

В середине февраля 2011 г. «Русал» направил иски в суды Англии и США с просьбой провести допрос свидетелей и выемку документов в отношении значительных сделок «Норильского никеля». Речь прежде всего шла о сделке с Trafigura и обратном выкупе акций<sup>8</sup>. Высокий суд Лондона отказал в удовлетворении иска «Русала», однако Федеральный суд США в штате Коннектикут обязал

(130)

1 Вкратце//Ведомости. 29 сентября 2010.

2 РИА Новости, 11 февраля 2011.

3 Трапаидзе К. US Rusal не удалось обжаловать решение собрания акционеров «Норникеля» //РБК Daily. 4 мая 2011.

4 Терентьева А. Дерипаска против//Ведомости. 17 января 2011.

5 РИА Новости. 18 апреля 2011; РИА Новости. 4 апреля 2011.

6 Терентьева А. Карибский арест//Ведомости. 8 февраля 2011.

7 Фиалко А. Освободили акции//Ведомости. 1 марта 2011.

8 РИА Новости. 14 февраля 2011.

Trafigura предъявить соответствующие документы и обеспечить допрос свидетелей<sup>1</sup>. В свою очередь, Федеральный суд США по Южному округу Нью-Йорка поддержал иск «Русала» о выемке документов у Bank of New York Mellon. Кроме того, Арбитражный суд Красноярского края удовлетворил иск US Rusal о предоставлении информации о финансово-хозяйственной деятельности «Норникеля»<sup>2</sup>.

Помимо судебных инстанций, «Русал» обращался в Генеральную прокуратуру и ФСФР в связи с допущенными, по его мнению, нарушениями при проведении ГОСА в июне 2010 г. Если в ФСФР «Русал» направил запрос напрямую, то Генпрокуратура занялась проверкой по поручению Президента РФ Дмитрия Медведева. Ни та ни другая проверка серьезных нарушений не выявили<sup>3</sup>.

(131)

### 5.3. ВОЗМОЖНЫЕ СЦЕНАРИИ РАЗРЕШЕНИЯ КОНФЛИКТА

Очевидно, что бесконечно «Интеррос» и «Русал» в текущей конфигурации ужиться не смогут. При этом, по всей видимости, сложившийся статус-кво не устраивает, скорее, «Русал», чем «Интеррос». Имея оперативный контроль над компанией, а также существенное преимущество в голосах с учетом «квазиказначейских» акций и доли Trafigura, «Интеррос» и менеджмент ГМК могут достаточно спокойно управлять «Норильским никелем» без оглядки на «Русал». С другой стороны, альтернативные сценарии пока кажутся не очень вероятными. Рассмотрим четыре варианта возможного развития событий: (1) выкуп доли «Русала» «Норникелем» или «Интерросом», (2) выкуп доли «Интерроса» «Русалом», (3) слияние «Норильского никеля», «Русала» и «Металлоинвеста», (4) приход «третьей силы».

В феврале 2011 г. казалось, что конфликт может скоро разрешиться путем выкупа «Норильским никелем» или «Интерросом» доли «Русала». Однако этого не произошло, несмотря на значительную премию к рыночной

1 РИА Новости. 25 февраля 2011.

2 Вкратце//Ведомости. 5 марта 2011.

3 Камнева Г. Явных нарушений нет//РБК Daily. 7 октября 2010.

цене, предложенную «Норильским никелем». Это может свидетельствовать о том, что у «Русала» действительно имеются долгосрочные планы относительно пакета ГМК. Дополнительным подтверждением его намерений является недавно заключенный союз с «Металлоинвестом» и избрание в совет директоров А. Волошина. В свою очередь, руководство «Норильского никеля» считает, что последнее предложение «Русалу» было и так излишне щедрым<sup>1</sup>, а президент ГМК Андрей Клишас заявил, что компания не будет больше делать «Русалу» новых предложений<sup>2</sup>. Потенциально у «Интерроса» был шанс использовать противоречия между крупными акционерами «Русала», Олегом Дерипаской, с одной стороны, и Михаилом Прохоровым и Виктором Вексельбергом – с другой, относительно целесообразности продажи пакета. Однако, по всей видимости, М. Прохоров и В. Вексельберг не имеют достаточных рычагов влияния на О. Дерипаску, в частности, из-за недостаточного представительства в совете директоров алюминиевой компании (см. раздел 5.1).

(132)

Отказавшись от продажи своей доли, «Русал» гипотетически может задумываться о покупке пакета «Интерроса». Если он считает, что «Норильский никель» потенциально может стоить на рынке существенно дороже и знает (или думает, что знает) как создать эту дополнительную стоимость, то будет логично предположить, что именно «Русал» готов выступить в роли покупателя. При этом с учетом недавно заключенного союза с «Металлоинвестом», не исключен вариант, при котором А. Усманов поможет «Русалу» осуществить выкуп, что косвенно подтверждает его недавнее интервью<sup>3</sup>. Впрочем несмотря на то, что компания О. Дерипаски постепенно выправляет свое финансовое положение, вероятность этого сценария на текущий момент низка, поскольку

1 «Вы учитывайте, что я все-таки в контрразведке служил», – В. Стржалковский // Ведомости. 7 апреля 2011.

2 «Норникель» не собирается выкупать свои акции у «Русала» // Русская служба BBC. 4 марта 2011.

3 Усманов А. «Речь идет о союзе между мной персонально и Олегом Дерипаской» // Коммерсантъ. 19 апреля 2011.

и у «Русала», и у «Металлоинвеста» сохраняется достаточно высокий уровень задолженности. На конец 2010 г. чистый долг «Русала» составлял порядка 11,5 млрд долларов, а «Металлоинвеста» – более 4 млрд долларов, при этом у акционеров последнего имеются еще и собственные долги<sup>1</sup>. Не стоит забывать и о том, что после выкупа пакета «Интерроса» «Русал» будет вынужден сделать обязательное предложение остальным акционерам.

Потенциально облегчить выкуп пакета одной из сторон другой мог бы помочь механизм так называемой русской рулетки. Согласно ему, любой из акционеров может предложить противоположной стороне приобрести пакет последней по цене X за акцию. В случае отказа другая сторона обязана выкупить пакет первой стороны по той же цене X. Будучи запущенным, такой механизм неминуемо должен закончиться продажей пакета одной стороны другой. Подобные договоренности встречаются, в том числе и в российских компаниях, а эффективность данного механизма имеет обоснование в теоретической литературе<sup>2</sup>. С одной стороны, исходя из публичных заявлений О. Дерипаски о справедливой стоимости компании, механизм «русской рулетки» должен был бы привести к установлению контроля «Русала». С другой стороны, в нынешнем положении ему крайне сложно будет найти средства на выкуп доли «Интерроса» и в этом случае «русская рулетка», скорее всего, закончится победой В. Потанина. Разумеется, остается открытым вопрос, захотят ли вообще обе стороны заключать такой договор с учетом того, что «Интеррос», похоже, устраивает текущее положение дел.

Третьим вариантом является слияние компаний, причем с участием «Металлоинвеста». По крайней мере А. Усманов, по-видимому, серьезно рассматривает такую возможность<sup>3</sup>. Однако слияние предполагает согласие

(133)

1 Терентьева А. В ответе за владельцев // Ведомости. 22 декабря 2010.

2 De Frutos M.-A., Kittsteiner T. Efficient Partnership Dissolution under Buy-Sell Clauses // RAND Journal of Economics. Vol. 39. No. 1. 2008. P. 184–198.

3 Усманов А. «Речь идет о союзе между мной персонально и Олегом Дерипаской» // Коммерсантъ. 19 апреля 2011.

всех сторон. При этом очевидно, что в новом конгломерате ни у кого из акционеров не будет контрольного пакета. Даже если экономически объединение компаний имеет смысл (что неочевидно), на практике реализация сделки может упереться в сложность нахождения решения, которое было приемлемым для всех заинтересованных сторон.

Возможны ли иные сценарии? Может ли одна из сторон продать свой пакет «третьей» силе, которой было бы легче договориться с оставшимися акционерами? Речь может идти либо о крупном инвестиционном фонде или ведущей международной металлургической компании. Вероятность развития событий по этому сценарию также невелика. Во-первых, государство вряд ли позволит иностранной компании получить крупный пакет ГМК. Во-вторых, конфликт акционеров «Норильского никеля» наглядно демонстрирует важность неэкономических факторов. Ценность контроля над ГМК и для В. Потанина, и для О. Дерипаски, очевидно, существенно превышает чистую приведенную стоимость будущих дивидендов. Поэтому внешний инвестор вряд ли сможет предложить им приемлемую цену.

Таким образом, на данный момент все рассмотренные сценарии изменения статус-кво упираются в те или иные сложности. Поэтому, вполне вероятно, что текущее положение дел в ГМК «Норильский никель» будет сохраняться еще долгое время (возможно, даже год или два).

#### **5.5. ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Изменения, которые способны улучшить практику корпоративного управления в «Норильском никеле», могли бы стать следующими.

1. Необходимо либо четко регламентировать практику голосования «квазиказначейскими» акциями, либо вообще отказаться от нее.

В соответствии с первым подходом, целесообразно закрепить в уставе ГМК порядок голосования

(134)

такими акциями, например, отнести данный вопрос к компетенции совета директоров акционерного общества – эмитента.

Согласно второму подходу, современные принципы корпоративного управления предполагают, что менеджмент компании не должен приобретать права голоса за счет компании т.е. за счет всех акционеров. Не случайно во всех развитых юрисдикциях, включая российскую, казначейские акции не имеют права голоса. Формально акции компании, находящиеся на балансе дочернего общества, не попадают в категорию казначейских, но, по сути, ничем от них не отличаются.

2. «Норильскому никелю» необходимо увеличить представительство независимых директоров в совете. Важно, чтобы именно они обладали правом решающего голоса, тогда как крупные собственники должны убеждать независимых директоров в правоте своей позиции. Подобный состав совета минимизирует вероятность того, что компания будет управляться в интересах лишь одного акционера. Если директора реально независимы и достаточно компетентны, они вряд ли пойдут на поводу у «неконструктивно настроенного» акционера. Можно возразить, что как бы ни голосовали независимые директора, в российских условиях их все равно обвинят в лояльности или сговоре с одной из противоборствующих сторон. Однако это не ставит под сомнение приведенный выше аргумент о том, что реально независимые директора увеличивают вероятность принятия сбалансированных решений, максимизирующих благосостояние акционеров в целом. Кроме того, если независимыми директорами станут люди с безупречной репутацией, обвинения в сговоре будут выглядеть попросту необоснованными.

3. Руководству «Норильского никеля» необходимо четко определить круг операций дочерних структур, для которых требуется одобрение совета директоров ГМК. Это касается крупных сделок, сделок с заинтересованностью, а также операций с акциями ГМК (в случае если компания не откажется от практики голосования «квазиказначейскими» акциями). Однако для этого потребуются внесение серьезных изменений в

(135)

уставные документы материнской и дочерних компаний. Возможно, оптимальный вариант – рассматривать «Норникель» и его дочерние общества, в случае если это позволяет российское законодательство, как единую группу и соответственно сформулировать правила принятия решений и определить компетенцию совета директоров ГМК и общего собрания акционеров для группы в целом. Вместе с тем совет директоров не должен подменять функции менеджмента, осуществляющего оперативное управление компанией.

ДЛЯ ЗАМЕТОК

(136)

ДЛЯ ЗАМЕТОК

ДЛЯ ЗАМЕТОК

**Корпоративные конфликты  
в современной России  
и за рубежом.**

Москва, 2011. 140 с.

*Редакционный совет:*

*Сергей Гуриев*

*Сергей Поршаков*

*Сергей Степанов*

ISBN 978-5-91491-034-8

© Национальный совет  
по корпоративному управлению,  
2011

*Выпускающий редактор*

Э.Т. Имашева.

*Корректор*

Т.И. Лошкарева.

*Верстка*

Н.В. Веселовой, Ф.Н. Хорикова.

© Оформление. Проектное бюро  
«Легейн», 2011