

# КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В РОССИИ

С.С. Степанов<sup>1</sup>

(196)

### 8.1. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И КРИЗИС

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,

<sup>1</sup> Сергей Сергеевич Степанов, профессор Российской экономической школы, ведущий научный сотрудник Центра экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР РЭШ).

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.

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 года 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 «Руссия 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 года 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

(197)

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>.

Подобное воздействие кризиса на корпоративное управление не стало чисто российской особенностью. Так, Симон Джонсон, Питер Бун, Аласдер Брич и Эрик Фридман<sup>2</sup>, исследуя 25 развивающихся рынков в период «азиатского кризиса» 1997–98 годов, 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 доходности акций компаний из разных стран во время «азиатского»<sup>3</sup> и последнего<sup>4</sup> кризиса, пришли к выводу, что менее прозрачные компании (транспарентность, как известно, выступает неотъемлемым компонентом корпоративного управления) испытывали большее падение котировок во время кризиса.

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

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

2 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.

3 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. Issue 2. 2002. P. 215–241.

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

## 8.2. 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:

- 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.

### 8.2.1. Конфликты типа «МИНОРИТАРИЙ ПРОТИВ МАЖОРИТАРНОГО АКЦИОНЕРА» В ЧАСТНЫХ КОМПАНИЯХ

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 одну общую особенность: несмотря на несомненный прогресс в совершенствовании корпоративного законодательства в последние годы, миноритарии по-прежнему часто сталкиваются

1 Новейшие тенденции в этой сфере описаны, например, в главе 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.

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 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 году, мажоритарный собственник применил целый арсенал методов «притеснения» и экспроприации миноритария. Началось все с того, что Александр Мамут, бывший с 2002 по 2006 год партнером О. Дерипаски в «Ингосстрахе», решил выйти из акционерного капитала компании из-за разногласий между партнерами во взглядах на ее развитие. Сначала А. Мамут хотел продать свою долю О. Дерипаске, однако стороны не сошлись в цене. В результате в 2007 году А. Мамут уступил свою долю чешскому фонду PPF Investments якобы в нарушение договоренности между ним и О. Дерипаской<sup>1</sup>.

Осенью 2007 года «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 года и январе 2008 года 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 году «Базовый элемент» различными методами препятствовал учету голосов PPF при избрании совета директоров. Чешский фонд снова обратился в суд и вновь выиграл иски.

<sup>1</sup> Рожков А. Не тому продал // Ведомости. 18 апреля 2007.

(200)

Последними по хронологии злоупотреблениями в «Ингосстрахе» стали сделки с заинтересованностью на многие миллиарды рублей с компаниями, связанными 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 «Базэл» 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 очевидны. Вдобавок «Базовый элемент» нарвался на опытного соперника (глава фонда Петр Келлнер имеет богатый опыт инвестирования в России, начиная еще с ваучерной приватизации), обладающего солидным пакетом акций в компании.

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 «Синтеза», в 2008 году 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, отказалась от сотрудничества по покупке и управлению ТГК-2<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> 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).

<sup>2</sup> Перетолчина А., Мазнева Е. Не договорились // Ведомости. 22 сентября 2008.

(201)

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

(202)

Основываясь на этом, в июне 2009 года «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 года Арбитражный суд Москвы вынес решения в пользу «Корес Инвест», апелляции и кассации миноритариев были отклонены, а Высший арбитражный суд летом и осенью 2010 года не нашел оснований для рассмотрения жалобы<sup>3</sup>.

В конце 2010 года 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.

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.

Основываясь на позиции ФАС, миноритарии 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 году «Газпром» не сделал оферту акционерам ТГК-1, хотя превысил 30%-ный порог<sup>4</sup>. Правда, в этом случае миноритарии не стали обращаться в судебные инстанции.

(203)

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 года Арбитражный суд Пермского края приостановил сделку, наложив ряд обеспечительных мер. Однако в конце марта и середине апреля

1 РИА Новости. Москва. 19 января 2011.

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>

обеспечительные меры были отменены<sup>1</sup>. По всей видимости, уже ничто не сможет помешать слиянию.

В 2007–2008 годах 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 акций «Ульяновскцемента» в 2008 году. 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.

(204)

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.

## 8.2.2. 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 годов 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.

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 году 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 года, ISS в общей сложности мониторил 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 году АПИ удалось получить 23 места в советах директоров 20 компаний (среди них «Акрон», «Дальсвязь», ОГК-2, холдинг МРСК и др.)<sup>2</sup>. Ассоциация

(205)

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

2 Раздел «независимые директора», <http://www.corp-gov.ru/projects/boards.php>

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 представляет АПИ, 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.

(206)

### 8.2.3. 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 году<sup>1</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.

В корпоративном управлении российских госкомпаний существует ряд серьезных проблем<sup>2</sup>. Первая заклю-

чается 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.

(207)

Указанные проблемы неизбежно приводят к конфликтам между миноритарными акционерами и менеджментом/советом директоров госкомпаний. Так, миноритарии дочерних компаний «Связьинвеста» на протяжении многих лет регулярно высказывали недовольство сомнительными сделками, которые головная компания навязывала межрегиональным компаниям связи (МРК). В 2002–2004 годах серьезные вопросы вызвали непрозрачные

государственных компаний: корпоративное управление и эффективность экономики. Быстрое расширение государственных компаний и их роли в экономике требует специальной модели корпоративного управления. М.: Standard & Poor's, 9 марта 2007. См. также: Швырков О. Инфраструктура корпоративного управления в России. М.: Standard & Poor's, 18 декабря 2008.

<sup>1</sup> Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2010 г.: Умеренный рост прозрачности за счет компаний электроэнергетического сектора. М.: Standard & Poor's, 19 ноября 2010.

<sup>2</sup> Исчерпывающее описание проблем в компаниях с государственным участием приведено, например, в: Кочетыгова Ю. Экспансия

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 годах. К протестам миноритариев менеджмент «Связьинвеста» не прислушался. В результате МРК понесли убытки от внедрения этих систем (билингровая система Amdocs так и осталась невнедренной, а Oracle была внедрена не полностью)<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>.

(208)

#### 8.2.4. 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, 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 наиболее известных, правда с неоднозначной репутацией в деловых кругах, миноритария 2000-х годов Билл Браудер (William (Bill) Browder) и Алексей Навальный.

Фонд Б. Браудера Hermitage Fund начал применять стратегию активизма еще в конце 1990-х годов. Его первый успех был связан с деятельностью частной нефтяной компании «Сиданко» в 1996–1997 годах<sup>2</sup>. Контролирующие акционеры компании планировали провести эмиссию конвертируемых облигаций по закрытой подписке, что существенно размывало 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.

(209)

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,

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

<sup>2</sup> Здесь и ниже 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. Issue. 3. 2008. P. 1093–1135.

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

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

<sup>3</sup> См. подборку материалов на сайте АПИ, раздел «конфликты».

«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*.

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 года 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 год, 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%. При этом освещение конфликта в российских СМИ в среднем никакого значимого эффекта не оказывало.

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.

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

(210)

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 решение об увольнении Р. Вяхирева и назначении Алексея Миллера в 2001 году, 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.

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

Во второй половине 2000-х годов 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 далеко не однозначными фигурами имеются 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.

(211)



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.

(212)

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 меньшинств. Его блог в Интернете, благодаря своей доступности, как нельзя лучше подходит для достижения этих целей. Благодаря фантастической популярности блога<sup>3</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>1</sup>, ни одна из инициатив А. Навального пока ни 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 привлекают внимание общественности к коррупции и другим проблемам в госкомпаниях.

(213)

#### 8.2.5. 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 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>2</sup>.

<sup>1</sup> Казьмин Д. «Роснефти» отказали // Ведомости. 15 февраля 2011.

<sup>2</sup> 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

<sup>1</sup> См., например, *Говорун Ю., Кудинов В.* Забурились на \$0.5 млрд // Ведомости. 30 ноября 2009, а также блог А. Навального <http://navalny.livejournal.com>

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

<sup>3</sup> <http://navalny.livejournal.com>

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 неконтролируемыми собственниками. Казалось бы, что мешает акционерам договориться о выкупе одной доли другого? Но во-первых, на это 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,

(214)

---

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.

<sup>1</sup> Myerson R.B., Satterthwaite M.A. Efficient Mechanisms for Bilateral Trading. *Journal of Economic Theory*. Vol. 29. Issue 2. 1983. P. 265–281;

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>1</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 года во время поездки в Норильск Председатель Правительства РФ Владимир Путин заметил, что дивидендные выплаты в «Норильском никеле», составляющие 50% от чистой прибыли, – это больше, чем у других аналогичных компаний и являются достаточными. СМИ интерпретировали его слова как косвенную поддержку позиции менеджмента ГМК. Как известно, «Русал» настаивал на выплате более 100% чистой прибыли<sup>2</sup>.

(215)

В то же время анализируя 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 года, вскоре после объявления ВТБ о намерении приобрести «Банк Москвы»,

---

Gomes A., Novaes W. Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism. Working paper. <http://ssrn.com/abstract=277111>.

<sup>1</sup> Объединенная комиссия по корпоративной этике, Третейский суд, Объединенная служба медиации. См. <http://www.ars-rspp.ru/>.

<sup>2</sup> Асанкин Р. Владимир Путин не проявил «Интерроса» // Коммерсантъ. 1 сентября 2010.

Счетная палата Российской Федерации начала комплексную проверку банка, в результате которой выявила нарушения в его кредитной политике<sup>1</sup>. По представлению Следственного комитета РФ Тверской суд Москвы принял в апреле 2011 года решение об отстранении А. Бородин 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>2</sup> и уехал за рубеж.

(216)

#### 8.2.6. 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 году стала реформа корпоративного управления в компании, в частности введение в совет директоров трех независимых директоров при сохранении паритета представителей основных акционеров. Конфликт в «ВымпелКоме» привел к слиянию российских и украинских телекоммуникационных активов Telenor 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 всегда можно рассчитывать. По крайней

мере, во всех компаниях со значительным количеством акций, находящихся в свободном обращении, с миноритариями активно работают в преддверии собраний акционеров.

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 года по осень 2009 года и вновь возобновился в начале 2010 года), трудно говорить о каком-то долгосрочном негативном влиянии конфликта на стоимость компании и на ее операционные показатели (рис. 8, 9).

(217)

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

### 8.3. 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 ответственное 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.

- 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

<sup>1</sup> Локшина Ю. Банк Москвы // Коммерсантъ. 26 марта 2011.

<sup>2</sup> Киселева Е., Сенаторов Ю. Андрея Бородин попросили из Банка Москвы // Коммерсантъ. 31 марта 2011.

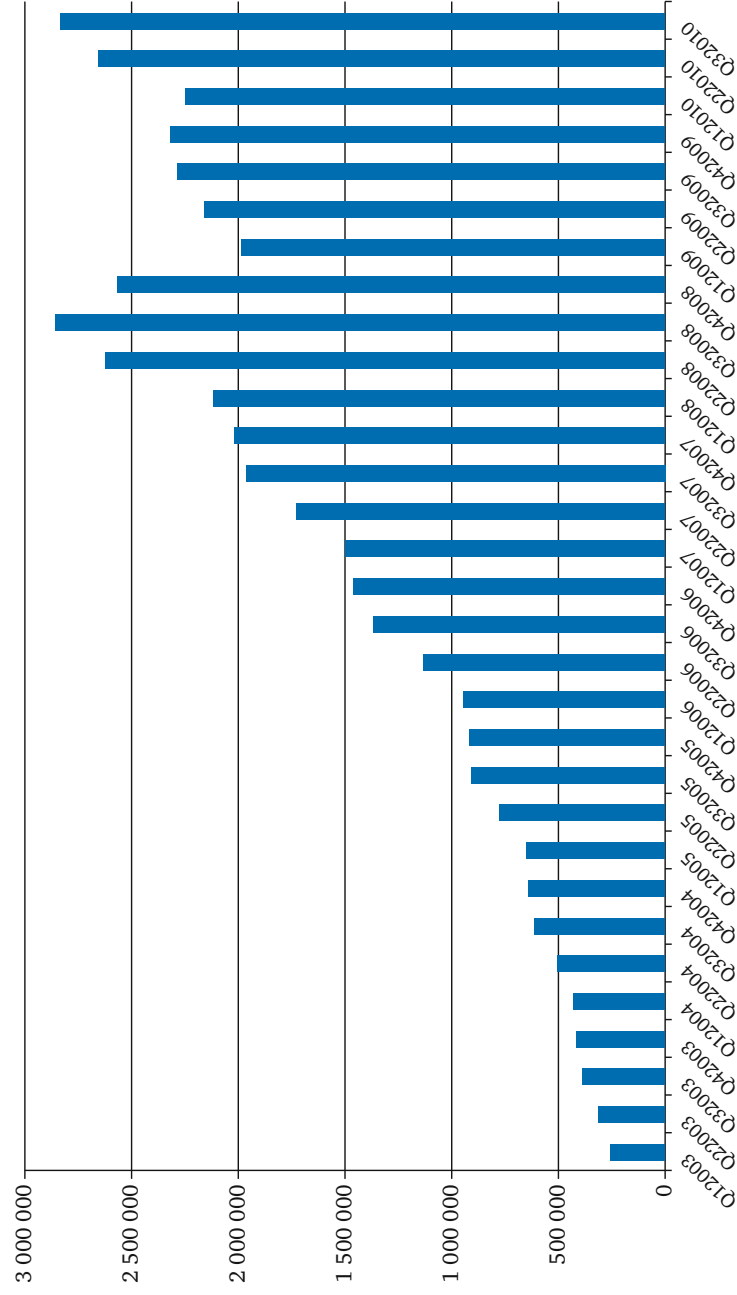


Рис. 8. Квартальная выручка «ВымпелКома» (тыс. долларов, данные компании)

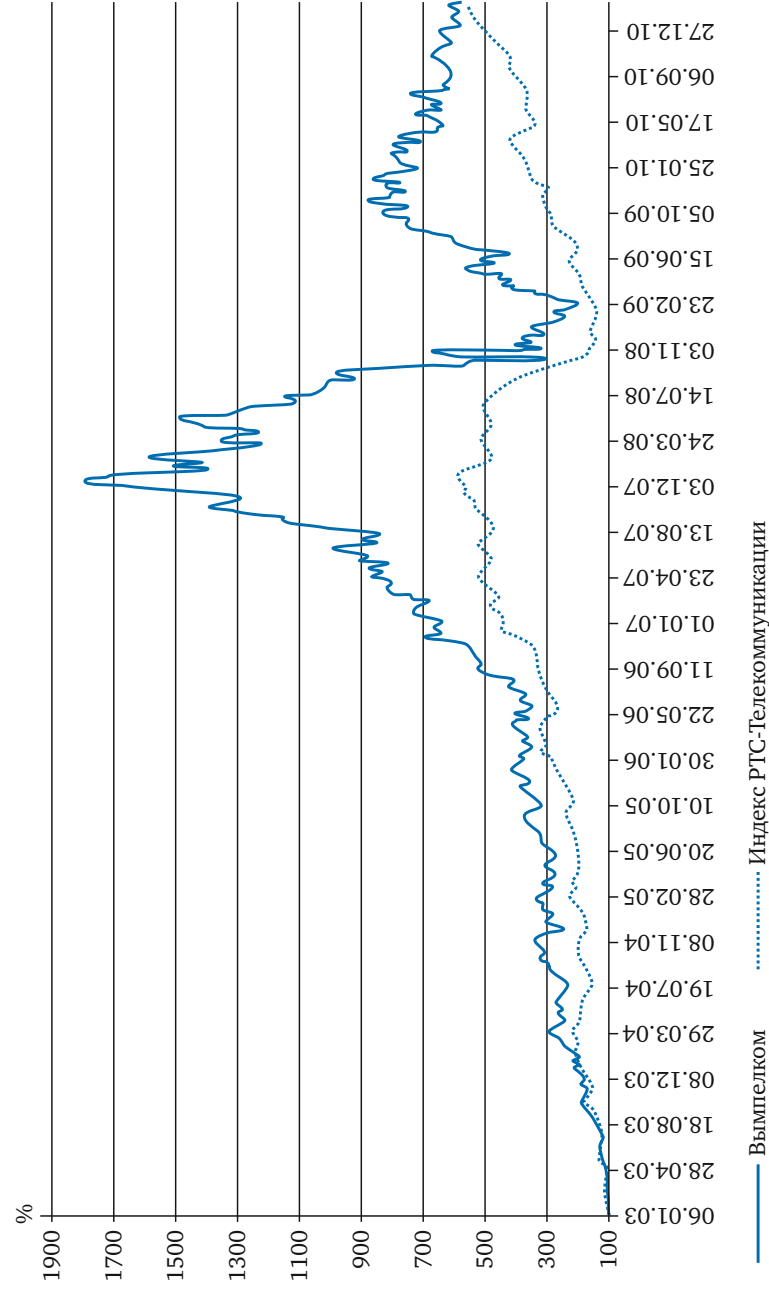


Рис. 9. Котировки ADR «ВымпелКома» в сравнении с индексом РТС-Телекоммуникации

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, уравновешивая 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, 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.

## ЛИТЕРАТУРА

1. *Akhunianov 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.
2. *Anderson R. & Associates.* Risk management & corporate governance // Сайт Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). <http://www.oecd.org>
3. *Bai C.E., Liu Q., Lu J., Song F.M., Zhang J.* Corporate governance and market valuation in China // *Journal of Comparative Economics*. 2004. 32 (4). P. 599–616.
4. Bank for International Settlements: proposal to strengthen the resilience of the banking sector announced by the Basel Committee, 17 December 2009. <http://www.bis.org>
5. *Beasley Mark S., Branson Bruce C., Hancock Bonnie V.* COSO'S 2010 REPORT ON ERM. Current State of Enterprise Risk Oversight and Market Perceptions of COSO's ERM Framework // Сайт COSO. <http://www.coso.org>
6. *Bernstein Peter L.* The enlightening struggle against uncertainty // *Financial Times Mastering Risk*. Vol. I. 2001. P. 5–10.
7. *Biddle, G. C., Bowen, R. M. and Wallace, J. S.* (1997) Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values // *Journal of Accounting & Economics*. 1997. Vol. 24. No. 3. P. 301–336.
8. *Black B., Love I., Rachinsky A.* Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia // *Emerging Markets Review*. 2006. 7 (4). P. 361–379.
9. *Bokov V., Vernikov A.* Possible impact of corporate governance profile on a Russian bank valuation. Economics Working Paper. No. 95. L.: Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe UCL School of Slavonic and East European Studies, 2008.
10. *Collins, D., Kothari, S., Shanken, J., and Sloan, R.* Lack of Timeliness versus Noise as Explanations for Low Contemporaneous Return-Earnings // *Journal of Accounting & Economics*, 1994, Vol. 18. P. 289–324.
11. *Copeland T., Dolgoff A., Moel A.* The Role of Expectations in the Cross-section of Returns // *The Review of Accounting Studies*. 2004. Vol. 9. No. 2–3. P. 149–188.
12. Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles, 24 February 2010 // Сайт Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). <http://www.oecd.org>

(221)