

Л. Г. Щукина¹

аспирант кафедры экономического анализа организаций и рынков факультета экономики Государственного университета — Высшая школа экономики (Москва)

ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЕ СОБСТВЕННОСТИ И РЕОРГАНИЗАЦИЯ РОССИЙСКОГО БИЗНЕСА В КРИЗИСНЫЕ 2008—2009 ГОДЫ

Введение

С начала 2008 г. ситуация на мировом рынке слияний и поглощений начала претерпевать радикальные негативные изменения. Кризис ликвидности, переросший затем в полномасштабный глобальный финансовый кризис, заставил задуматься руководителей компаний об альтернативных способах финансирования инвестиций. С начала 2008 г. компании во всем мире отказались от 1309 сделок слияний и поглощений общей стоимостью 911 млрд долл., притом что в 2007 г. не состоялось 870, что в 1,5 раза меньше.

Отказ крупнейшей добывающей компании мира ВНР Billiton от поглощения Rio Tinto за 147 млрд долл. в ноябре 2008 г. стал крупнейшей отменой сделки М&А за всю историю существования рынка (2008-й — год кризисных слияний).

По мнению экспертов ОЭСР, рынок слияний и поглощений в 2009 г. пережил настоящий коллапс, сократившись по сравнению с показателем 2008 г. на 56%. Снижение, которое является наибольшим с 1995 г., во многом вызвано спадом на международном рынке М&А (по данным Bloomberg, объем слияний и поглощений сократился до 1,6 трлн долл. в 2009 г., рекордный уровень в 4 трлн долл. на международном рынке был достигнут в 2007 г.). В странах-участницах ОЭСР оно составило 546 млрд долл.: с 1 трлн долл. в 2008 г. до 454 млрд долл. в 2009 г. (Лидерами глобального рынка..., 2009). Одновременно с сокращением масштабов слияний начался обратный процесс — раздел и распродажи компаний по частям (Яудземис, Морозов, 2009).

Собственники и менеджеры во всем мире, в том числе и в России, оказались перед необходимостью вести бизнес в новых условиях, поскольку в период кризиса большинство компаний оказались лишены возможности использовать для финансирования слияний и поглощений относительно доступные и дешевые заемные средства. По результатам исследования деятельности предприятий обрабатывающей промышленности, проведенного ГУ—ВШЭ, в 2009 г. цена и доступность кредитов занимали третье и четвертое место в рейтинге проблем, стоявших перед руководителями предприятий (по их собственной оценке) (Яковлев, 2009), уступая лишь проблеме макроэкономической нестабильности и уровню налогов. В качестве очень острой проблемы, возникшей в период кри-

¹ Эл. адрес: luschukina@yandex.ru

зиса, на рост стоимости кредитов указали 43%, а на сокращение сроков кредитования — 30% руководителей предприятий (Исследование и анализ..., 2009).

Произошло не только снижение объема рынка корпоративного контроля, но и изменение структуры сделок. В общем объеме мирового рынка слияний и поглощений в 19% заняли сделки в финансовой сфере. Крупнейшим стало приобретение Bank of America инвестбанка Merrill Lynch за 44,4 млрд долл., на втором месте оказалась сделка по слиянию Lloyds TSB и HBOS стоимостью в 29,3 млрд долл. (Яудземис, Морозов, 2009). Эти сделки выступали частью стратегии оздоровления финансового рынка, так как поглощенные финансовые институты были на грани банкротства.

В представленной статье мы рассмотрим основные тенденции развития российского рынка корпоративного контроля в период кризиса 2008—2009 гг. При анализе рынка нас будут интересовать его масштабы и характерные особенности развития, а также возникающие в компаниях корпоративные конфликты и пути их решения. В итоге мы сможем сделать выводы относительно того, насколько кризис повлиял на масштабы реорганизации российского бизнеса и на содержание самих процессов реорганизации. В статье использованы данные ежегодных исследований российского рынка слияний и поглощений за кризисный период 2008—2009 гг. компании ФБК и компании ReDeal Group, а также данные по корпоративным конфликтам кризисного периода ИА Advisers. Данные обзоров консалтинговых компаний по российскому рынку слияний и поглощений сопоставляются с исследованиями долгосрочных трендов развития корпоративного управления в России. Кроме того, проанализируются корпоративные конфликты в компаниях ТНК-ВР и Сургутнефтегаз — MOL. Эти конфликты представляют интерес в связи с тем, что между российскими и зарубежными собственниками компаний в период кризиса обостряются противоречия, при этом поднимаются весьма актуальные для периода кризиса вопросы состава совета директоров, оплаты топ-менеджмента компаний и степени прозрачности структуры собственности.

Масштабы российского рынка корпоративного контроля в период кризиса

Российский рынок слияний и поглощений в 2008 г. впервые сократился после шестилетнего роста: стоимость сделок снизилась более чем на 24%, составив около 98 млрд долл. (против 130 млрд долл. в 2007 г.) (Рынок M&A в 2008 г., 2009). В 2009 г. российский рынок слияний и поглощений сократился более чем на 57% по сравнению с 2008 г., составив уже около 42 млрд долл. в стоимостном выражении. Продолжение спада на рынке слияний и поглощений было связано с сохранением неблагоприятных кризисных факторов, снижением потребительского спроса и пересмотром корпоративных стратегий в сторону сокращения финансирования среднесрочных и долгосрочных инвестиционных программ. Хотя начиная со второго полугодия 2009 г. в развитых и развивающихся странах мировой экономики были зафиксированы признаки оживления экономики, полностью устранить последствия рецессии к концу 2009 г. в большинстве стран (и Россия не стала исключением из общего правила) не удалось (Рынок M&A в 2009 г., 2010). В то же время преобладание относительно масштабных сделок в кризисные годы сохранилось: на долю сделок свыше 1 млрд долл. в 2008 г. пришлось 52,4% общего объема рынка слияний и поглощений (Рынок M&A в 2008 г., 2009), а в 2009 г. — 51% (Рынок M&A в 2009 г., 2010). При этом средняя стоимость сделки выросла со 152 млн долл. в 2007 г. до 235 млн долл. в 2008 г. (Рынок M&A в 2008 г., 2009). В 2009 г. средняя стоимость сделки уменьшилась до 226 млн долл. (Рынок M&A в 2009 г., 2010). Тем не менее можно сде-

лать вывод, что в кризисный период сделок стало меньше, но они стали крупнее, что соответствует и мировым трендам.

Три самые крупные (в денежном выражении) сделки на российском рынке в 2008 г. были зафиксированы с пакетами акций ЗАО «КМ Инвест», ОГК-1 и Golden Telecom Inc. (Рынок M&A в 2008 г., 2009). В 2009 г. самыми крупными были сделки с пакетами акций ОАО «Газпромнефть», ОАО «Ямал СПГ» и предприятиями Башкирского ТЭКа (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

Покупка холдинговой компанией «Интеррос» 50%-ной доли ЗАО «КМ Инвест», принадлежавшей президенту «ОНЭКСИМа» Михаилу Прохорову, произошла в рамках разделения совместных активов совладельцев «Норильского никеля» В. Потанина и М. Прохорова. Соглашение также предусматривало выкуп ОНЭКСИМом у КМ Инвест 27,5% акций ОАО «Открытые инвестиции» и 91% акций ООО «Страховая компания «Согласие». Кроме того, стороны договорились, что ОНЭКСИМ получит контроль над ООО «Управляющая компания «Росбанка», а также рядом геологоразведочных активов (Рынок M&A в 2008 г., 2009).

Российский концерн «Газпром» выкупил 20% акций ОАО «Газпромнефть» у итальянской компании Eni. Таким образом, ОАО «Газпром» реализовало один из двух опционов, которые Газпром подписал с итальянскими Eni и Enel в апреле 2007 г. Тогда итальянские компании приобрели несколько дочерних обществ компании ОАО «ЮКОС» и 20% Газпромнефти. Весь лот составил 5,8 млрд долл.; за акции ОАО «Газпромнефть» платила Eni, за остальное — ее совместная с Enel Северэнергия. По второму опциону Газпром может купить 51% этой компании, получив контроль над ее активами — Арктикгазом и Уренгойлом. На момент сделки опцион Газпрому был невыгоден, так как рыночная стоимость акций ОАО «Газпромнефть» была в несколько раз ниже цены опциона. Однако к концу 2009 г. котировки обыкновенных акций компании ОАО «Газпромнефть» на РТС и МВБ выросли почти вдвое. Завершение сделки является стратегическим решением для Газпрома и говорит о тесном взаимодействии с итальянским концерном, который является ключевым союзником Газпрома для успешного запуска трубопровода «Южный поток» (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

В конце января 2009 г. была совершена сделка по продаже пакета акций ОАО «Ямал СПГ» в размере 74,9% от уставного капитала. Таким образом, доля в одном из крупнейших газовых месторождений страны — Южно-Тамбейском — была продана Алишером Усмановым структурам, близким к ОАО «Газпромбанк». До совершения сделки ОАО «Газпромбанк» владело 25,1% акций «Ямал СПГ». Изначально активы ОАО «Ямал СПГ» были приобретены в 2006 г. А. Усмановым у основателя компании Николая Богачева, но уже тогда было известно, что актив будет перепродан ОАО «Газпром» (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

В целом рынок слияний и поглощений России в период с 2003 по 2009 г. имел динамику, представленную на рис. 1.

Наиболее резкий скачок активности на российском рынке M&A в 2008 г. наблюдался в финансовом секторе (21,51 млрд долл., или около 22% рынка), что полностью соответствовало мировым трендам. По сравнению с 2007 г. объем сделок в данном секторе за год вырос на 466% (табл. 1). Одной из основных причин такого роста стал мировой финансовый кризис, вызвавший волну слияний в банковском и страховом секторе. Потеря ликвидности мелкими региональными банками также привела к укрупнению банковского сектора: банки, чтобы избежать банкротства, сливались и поглощались с более крупными и устойчивыми конкурентами. Лидером падения российского рынка корпоративного контроля в 2008 г. стал нефтегазовый сектор, объем сделок в котором по сравнению с 2007 г. снизился на 75,37%. Импульс, вызванный распродажей активов

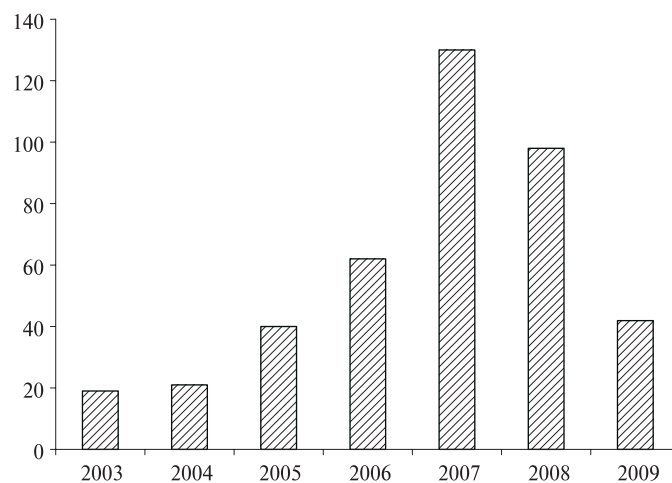


Рис. 1. Динамика российского рынка M&A в 2003—2008 гг., млрд долл.

И с т о ч н и к: составлено по (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

ОАО «НК «ЮКОС», в 2008 г. практически сошел на нет (Рынок M&A в 2008 г., 2009).

В 2009 г. компании нефтегазового сектора вновь заняли лидирующее положение по величине направленных инвестиций (21,22 млрд долл., что составило 51% от общего объема рынка). По сравнению с 2008 г. объем рынка в данном секторе вырос на 75,84%. За нефтегазовой сферой следует сектор телекоммуникаций (4,97 млрд долл., или 12% от общего объема рынка), а также предприятия такого сектора, как «строительство, недвижимость и гостиничный бизнес» (3,87 млрд долл., или 9,2%) (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

Крупнейшие сделки 2009 г. в нефтегазовом секторе связаны с консолидацией активов в рамках структур группы Газпром, а также с запланированным выходом компании АФК Система на рынки нефтедобычи и нефтепереработки.

Активизация слияний и поглощений в секторе строительства и недвижимости в 2009 г. обусловлена неустойчивым, а порой предбанкротным состоянием

Таблица 1

Динамика развития российского рынка слияний и поглощений по секторам промышленности в 2007—2009 гг.

Сектор	Объем сделок, млрд долл.			Количество сделок		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Нефтегазовый сектор	21,22	12,07	49	72	52	79
Телекоммуникации	4,97	6,51	5,7	52	43	69
Строительство, недвижимость, гостиничный бизнес	3,87	2,05	4,9	55	47	57
Финансовый сектор	3,38	21,51	3,8	103	131	92
Потребительский сектор и розничная торговля	2,37	12,01	7,7	94	98	138
Металлургический и горнодобывающий сектор	1,89	13,2	19,7	54	72	67
Машиностроение	0,96	2,51	6	69	43	64
Электроэнергетика	0,74	20,76	25,2	67	102	73
Транспорт и транспортная инфраструктура	0,52	2,14	1,9	55	41	
СМИ	0,22	0,94	1,3	4	30	49

И с т о ч н и к: составлено по (Рынок M&A в 2008 г., 2009; Рынок M&A в 2009 г., 2010).

девелоперов и строительных компаний, вынужденных продавать активы с целью оперативного привлечения средств.

Спад активности и объемов рынка слияний и поглощений в электроэнергетике связан с проявившимся в 2009 г. в полной мере влиянием кризиса на отрасль: снижением спроса на электроэнергию, неисполнением частными инвесторами обязательств инвестиционных программ ввода новых мощностей.

Высокая активность на рынке слияний и поглощений в финансовом секторе была исчерпана в 2008 г., что объясняет уменьшение количества и стоимости сделок с акциями банков и инвестиционных компаний в 2009 г. (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

В 2008 г. наблюдался рост спроса на пакеты ценных бумаг, не обеспечивающие возможности одностороннего контроля (рис. 2), что отражает тенденцию относительного снижения концентрации акционерной собственности (Долгопятова, 2009). По итогам 2008 г. в России было зафиксировано 426 сделок купли-продажи с контрольными пакетами акций (50% + 1 акция и более), объем этих сделок составил 57,12 млрд долл. Чаще всего приобретались контрольные пакеты акций компаний финансового сектора (61 сделка), пищевой промышленности (38 сделок) и компаний энергетической отрасли (35 сделок) (Рынок M&A в 2008 г., 2009).

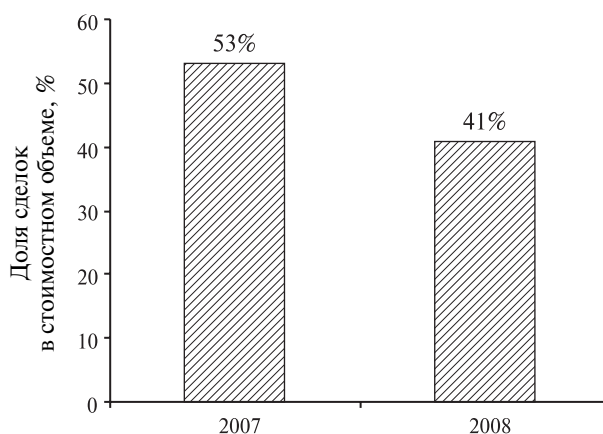


Рис. 2. Доля приобретения контрольных пакетов в общем объеме рынка, %

Источники: составлено по (Рынок M&A в 2008 г., 2009).

По итогам 2009 г. было зафиксировано 343 сделки купли-продажи с контрольными пакетами акций; объем сделок с раскрытой информацией (161 сделка) составил 24,73 млрд долл. Чаще всего (так же, как и в 2008 г.) приобретались контрольные пакеты акций компаний финансовой отрасли (42 сделки) и пищевой промышленности (28 сделок) (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

В общий объем заключенных в 2008 г. сделок весомый вклад внесли иностранные инвесторы. Объем трансграничных сделок M&A в 2008 г. составил 26,94 млрд долл. (Рынок M&A в 2008 г., 2009), или около 27,4% всего российского рынка слияний и поглощений (196 сделок). В 2009 г. объем трансграничных сделок M&A составил 10,87 млрд долл. (121 сделка), это около 26,8% российского рынка (Рынок M&A в 2009 г., 2010). Таким образом, можно сделать вывод о том, что доля слияний и поглощений с иностранным участием на российском рынке практически не изменилась, а стоимость сделок сократилась в 2,5 раза.

Масштаб трансграничных сделок российских компаний в 2008 г. сократился в большей степени по сравнению с рынком, составив 10 млрд долл. по сравне-

нию с 23 млрд долл. в 2007 г. (Рынок М&А в 2008 г., 2009). Значительное распространение, в противоположность международной экспансии, приобрел возврат уже взятых кредитов. Свидетельством этого явилось и резкое сокращение числа сделок, осуществленных с помощью долгового финансирования (LBO).

В 2009 г. в России в полной мере проявилось влияние внешних кризисных факторов, усугубляемых депрессивной внутренней динамикой, характерной для большинства отраслей национальной экономики. В 2009 г. российскими компаниями было совершено 42 трансграничные сделки на общую сумму 7,99 млрд долл. Наиболее активными участниками рынка стали нефтегазовые компании и предприятия телекоммуникационной отрасли (Рынок М&А в 2009 г., 2010).

После кризиса 2008 г. возникли предпосылки к усилению участия государства в собственности крупного российского бизнеса. Крупный бизнес более специализирован на производстве и экспорте энергоносителей, сырья и материалов, чем экономика в целом; сильнее зависит от получения кредитов и инвестиций с мировых финансовых рынков. Факторами иностранной задолженности российского крупного бизнеса к началу кризиса стали: ажиотажный спрос на разного рода активы, бум слияний и поглощений; для быстрого роста капитализации необходимо было вести себя аналогично публичным западным компаниям; рискованная политика российского бизнеса была во многом детерминирована логикой его отношений с государством. Однако объем новых собственников, появившихся в результате продажи активов государству в год после кризиса, незначителен. Более существенные изменения в структуре собственности могут возникнуть в результате реализации схем перехода активов, оставшихся в залоге у государственных структур (Управленческие инновации..., 2010).

Наиболее распространенным способом финансирования сделок М&А в условиях кризиса стало аккумулирование долговых обязательств поглощаемой компании с их последующей конвертацией в акции, а также вариант слияний за счет перехода на единую акцию, когда взамен неликвидных обесценившихся ценных бумаг владельцы «ослабевших» компаний получили акции более сильных конкурентов, но, по сути, потеряли свой бизнес. Эта практика пользовалась популярностью в 2000—2005 гг. и в 2008—2009 гг. снова вошла в моду (Яудземис, Морозов, 2009). Стимулы к М&А снизились не только благодаря кризису, но и благодаря особенностям антикризисной программы правительства РФ. Довольно щедрые обещания государственной поддержки сделали ее получение для компаний, работающих в стратегических отраслях (таких как, например, ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация», ОАО «АВТОВАЗ», ОАО «НПК «Уралвагонзавод» и др.), более предпочтительным по сравнению с деньгами частных инвесторов.

Таким образом, можно сделать следующие выводы об основных тенденциях развития рынка корпоративного контроля в период кризиса 2009—2009 гг.

Во-первых, в 2008 г. российский рынок слияний и поглощений впервые сократился после шестилетнего роста (сократился более чем на 24%), в 2009 г. динамика сохранилась — рынок сократился более чем на 57% и вернулся к объему 2005 г. Количество сделок также снизилось: в 2009 г. была совершена 731 сделка против 855 сделок в 2007 г. В этом отношении тенденции развития российского рынка корпоративного контроля соответствуют мировым.

Во-вторых, если в начале кризиса наиболее резкий скачок активности на рынке слияний и поглощений наблюдался в финансовом секторе (в связи с тем, что мировой финансовый кризис вызвал волну слияний и поглощений в банковском и страховом секторе), то в 2009 г. самый высокий темп роста показал нефтегазовый сектор, крупнейшие сделки которого связаны с консолидацией нефтегазовых активов в рамках структур группы Газпром, а также с выходом

компании АФК Система на рынки нефтедобычи и нефтепереработки. Таким образом, можно сделать вывод о том, что объектами ключевых сделок являются не те активы, результаты использования которых должны были бы снизиться в результате действия мировых трендов, а активы, привлекательность которых обусловлена особенностями структуры национальной экономики.

В-третьих, в кризисные годы сократился объем трансграничных сделок на российском рынке слияний и поглощений: в 2008 г. он составил около 27 млрд долл., а в 2009 г. — 11 млрд долл. Тем самым несколько затормозился процесс глобализации российского рынка корпоративного контроля. Важно отметить также, что одним из факторов сокращения объемов рынка стало сокращение количества сделок в рамках приватизации государственных пакетов акций. Иначе говоря, динамика национального рынка корпоративного контроля объясняется далеко не только мировыми трендами.

Анализ корпоративных конфликтов в России в кризисный период

В кризисный период сокращение стимулов к слияниям сочеталось с ростом необходимости во внутренней реструктуризации и повышении эффективности системы корпоративного управления в компаниях, особенно в тех сферах, которые не были затронуты массированными инъекциями государственных ресурсов. В свою очередь, реструктуризация сопровождалась возникновением специфических корпоративных конфликтов, результатом которых во многих случаях стал раздел или передел активов между мажоритарными и миноритарными акционерами, а также полная или частичная смена состава команды топ-менеджеров. Таковыми были конфликт между российскими и британскими акционерами ТНК-ВР, поглощение компании MOI компанией Сургутнефтегаз.

Отметим, что в данной статье под корпоративным конфликтом понимается не только явный конфликт, принимающий форму судебных или иных споров, но и противоречия, которые могут оставаться латентными, воздействуя тем не менее на внутреннюю систему управления¹.

Многие крупные сделки на российском рынке корпоративного контроля 2008—2009 гг. стали продолжением или разрешением затянувшихся корпоративных конфликтов докризисного периода. По этой причине при их анализе порой невозможно выделить проявление именно кризисных тенденций (если только это не сделки в банковской сфере). Безусловно, изменились способы финансирования, масштабы и характер сделок. Большинство компаний активно избавляется от непрофильных активов и сокращает свое присутствие на рынках с низкой рентабельностью операций. Кроме того, на рынке появились новые заметные игроки — частные компании, имеющие свободные средства и не обремененные значительной долговой нагрузкой, представляющие, как правило, сферу среднего бизнеса. Рассмотрим типичные варианты корпоративных конфликтов, разворачивавшиеся в период кризиса в российских компаниях, и попытаемся выделить тот отпечаток, который на них наложен кризисом.

¹ Возможны и другие определения корпоративного конфликта. К сожалению, категории «корпоративное право», «корпоративный спор» в России законодательно не закреплены. Но в распоряжении ФКЦБ России от 4 апреля 2002 г. № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения» содержится неполное определение понятия «корпоративный конфликт» (применительно к акционерным обществам): любое разногласие или спор между органом общества и его акционером, которые возникли в связи с участием акционера в обществе, либо разногласие или спор между акционерами, если это затрагивает интересы общества, по своей сути представляет собой корпоративный конфликт, так как затрагивает или может затронуть отношения внутри общества.

Конфликт между российскими и британскими акционерами ТНК-ВР

Началом конфликта между акционерами ТНК-ВР можно считать момент, когда миноритарный акционер ТНК-ВР — ЗАО «Тетлис» — обратился в суд с исками, в которых потребовал признать недействительным соглашение от 29 августа 2003 г., заключенное между ТНК-ВР и ВР Exploration Services и дающее право британским сотрудникам компании работать и получать вознаграждение в России. Также миноритарий высказал свое недовольство слишком высоким размером вознаграждения иностранным менеджерам ТНК-ВР, работающим в России, и требовал возврата в ТНК-ВР всех уплаченных сотрудникам денег, утверждая, что они им не попадали, а шли в виде дополнительных дивидендов самой ВР. 30 апреля 2008 г. Тюменский арбитражный суд запрещает 148 сотрудникам ВР работать в ТНК-ВР. 12 мая ВР Exploration Services обращается в тюменский суд с ходатайством о снятии мер, но получает отказ (Корпоративные конфликты. ТНК-ВР, 2009).

26 мая 2008 г. президент ТНК-ВР Роберт Дадли в интервью газете «Ведомости» подтверждает наличие конфликта между российскими и британскими акционерами компании. Во-первых, между акционерами возникло несогласие по вопросам инвестирования и продажи некоторых активов в России, а во-вторых, часть акционеров хотела больше тратить на эксплуатационные расходы, поддержание и ремонт оборудования, безопасность, на международных экспертов, а часть акционеров выступала против этого. Также одним из поводов для конфликта стала проблема с иностранными специалистами, работающими в России, у которых возникли проблемы с визами (Корпоративные конфликты. ТНК-ВР, 2009).

27 мая 2008 г. со своей позицией выступили российские акционеры компании. Консорциум ААР подтвердил, что споры действительно ведутся по двум основным направлениям: дальнейшее развитие ТНК-ВР и поиск наиболее эффективной структуры управления холдингом. Альфа-групп, Access Industries и Repova указали, что видят ТНК-ВР независимой российской нефтяной компанией, динамично развивающейся на российском и зарубежном рынках (как в области добычи, так и в области переработки и сбыта), даже если подобное развитие предполагает конкуренцию с компанией ВР. Кроме того, российские акционеры заявили, что «в компании должен соблюдаться разумный баланс соотношения российских и иностранных специалистов, а долгосрочная кадровая стратегия должна предусматривать подготовку высококвалифицированных российских кадров».

Далее российские акционеры выступили с инициативой увольнения Роберта Дадли с должности президента ТНК-ВР. Британские акционеры предложили уволить исполнительного директора компании Германа Хана, вице-президента по правовому обеспечению ТНК-ВР Менеджмент Игоря Майданика и вице-президента по безопасности Бориса Кондрашова. Оба вопроса должны были решаться на совете директоров ТНК-ВР, проходившего 30 мая 2008 г. Российские акционеры, не сумев добиться своего, покинули заседание, лишив его кворума (Корпоративные конфликты. ТНК-ВР, 2009).

Недовольны российские акционеры были и составом совета директоров, в котором у британских акционеров было большинство. На 26 июня 2008 г. было назначено годовое собрание акционеров ТНК-ВР для переизбрания совета директоров. В преддверии собрания представитель ААР в совете выдвинул на девять мест 14 кандидатов, из которых девять — российские менеджеры ТНК-ВР, а пятеро представляли ВР. Президент ТНК-ВР Роберт Дадли выдвинул действующих директоров. В результате совет директоров ТНК-ВР решил включить

в материалы к собранию список Дадли. ААР в ответ на это потребовал признать это решение недействительным и прекратить полномочия действующих членов совета от ВР. Британские акционеры в ответ на заявления ААР обвинили их в попытке захвата власти в компании. В итоге девять членов Совета директоров ТНК-ВР так и не были окончательно утверждены (Корпоративные конфликты. ТНК-ВР, 2009).

Началось давление на главу ТНК-ВР Роберта Дадли: еще 11 июня 2008 г. против ОАО «ТНК-ВР Менеджмент» и президента ТНК-ВР Роберта Дадли было возбуждено дело об административном правонарушении. Г-н Дадли подозревался в нарушении трудового законодательства, поскольку платил (при прочих равных) российским сотрудникам меньше, чем британским. В связи с этим Дадли грозили штраф и дисквалификация.

23 июля 2008 г. Арбитражный суд Тюменской области провел основные слушания по иску ЗАО «Тетлис» к ТНК-ВР. Суд удовлетворил иск ЗАО «Тетлис» к ТНК-ВР и признал недействительным соглашение с ВР о предоставлении услуг иностранными сотрудниками. ВР заявила, что оспорит это решение суда.

14 августа 2008 г. Пресненский районный суд Москвы вынес постановление о дисквалификации главы ТНК-ВР Роберта Дадли. Несмотря на то что такое решение не препятствует г-ну Дадли возглавлять зарегистрированную за рубежом ТНК-ВР Limited, на территории России он не сможет занимать никакие руководящие должности. Решение суда британские акционеры оценили как очередной пример административного вмешательства, инициированного российскими акционерами компании, и заявили, что и дальше будут поддерживать Роберта Дадли.

В начале сентября 2008 г. стало известно о том, что британские и российские акционеры нефтяной компании ТНК-ВР подписали меморандум о взаимопонимании, который положил конец конфликту российского консорциума ААР и британской ВР. Одно из условий перемирия — отставка гендиректора ТНК-ВР Роберта Дадли, который должен был покинуть компанию до конца 2008 г. Кандидатуру нового руководителя ТНК-ВР должен единогласно одобрить совет директоров ТНК-ВР Limited. Сам совет будет расширен до 11 человек, по четыре места получают акционеры, а три — независимые директора (до сих пор было по пять представителей от каждого из акционеров). В начале октября 2008 г. российские менеджеры ТНК-ВР отозвали иск к экс-главе компании Роберту Дадли, так как после подписания меморандума о взаимопонимании необходимость в судебных слушаниях отпала (Корпоративные конфликты. ТНК-ВР, 2009).

В конце ноября 2008 г. стало известно, что акционеры ТНК-ВР разработали механизм, который поможет предотвращению возникновения новых конфликтов в будущем. Было решено, что в совете холдинга будут заседать не его менеджеры, а представители акционеров. Кроме того, у холдинга появится независимый директор (Корпоративные конфликты. ТНК-ВР, 2009).

При всем драматизме конфликта между разными группами акционеров опыт ТНК-ВР может оказаться полезным для других крупных российских компаний и для развития корпоративного управления в России в целом. Он показывает, что даже острые корпоративные конфликты в России могут завершаться без необратимых последствий для судьбы компании и без серьезного вовлечения государства в качестве единственного возможного арбитра.

«Враждебное» поглощение компании MOL компанией Сургутнефтегаз

В конце марта 2009 г. Сургутнефтегаз сообщил о договоренности выкупить 21,2% акций компании MOL у австрийской компании OMV. В начале апреля

сделка была закрыта. Сумма сделки составила 1,4 млрд евро (Сургутнефтегаз согласился приобрести долю в MOL с 90%-ной премией к рынку в связи с тем, что компания рассматривалась как очень привлекательный актив, табл. 2, рис. 3.1 и 3.2). Сделка стала полной неожиданностью для венгерских властей, которые сразу же обратились к России с просьбой предоставить детали покупки, а также уточнить цель и стратегию Сургутнефтегаза. Кроме того, согласно венгерскому законодательству, инвестор, приобретающий более 5% в местной компании, обязан сразу же сообщать об этом в управление по энергетике Венгрии, иначе он не будет включен в реестр акционеров. Кроме того, менеджмент компании MOL негативно воспринял изменения в структуре акционеров, и, для того чтобы избежать постепенного захвата контроля над компанией, предложил акционерам одобрить пакет поправок в устав (Корпоративные конфликты. Сургутнефтегаз, 2009). Менеджмент MOL назвал сделку недружественной, выразив опасения относительно того, что сделка угрожает энергетической независимости Венгрии, Словакии и Хорватии. Таким образом, Сургутнефтегаз восприняли в Европе как угрозу национальной безопасности — наряду со многими другими российскими компаниями (Рынок M&A в 2009 г., 2010).

Сургутнефтегаз не попал на годовое собрание акционеров MOL 23 апреля 2009 г., поскольку компания не была включена в реестр акционеров MOL. Между тем на собрании приняли ряд решений, делающих дальнейшее участие российской компании в управлении MOL практически невозможным. Венгерские акционеры расширили функции совета директоров компании и утвердили право требовать от акционеров указать конечного владельца ее акций. Если

Таблица 2

Сравнительный анализ сделок, аналогичных приобретению пакета акций MOL компанией Сургутнефтегаз

Целевая компания	Компания-покупатель	Доля, %	Сумма сделки, млн долл.	Капитализация, млн долл.	EV, млн долл.	Совокупная мощность НПЗ, млн т в год
ISAB	ЛУКОЙЛ	49,0	1690	3449	3449	16,0
NIS	Газпромнефть	51,0	1170	2294	2294	10,7
MOL	Сургутнефтегаз	21,2	1848	8717	11 593	16,2

Источники: составлено по (Черепанов, 2009).

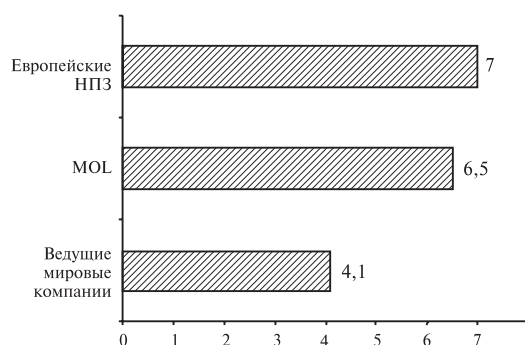


Рис. 3.1. Сравнительный анализ EV/EBITDA по европейским НПЗ, ведущим мировым компаниям и MOL на момент сделки

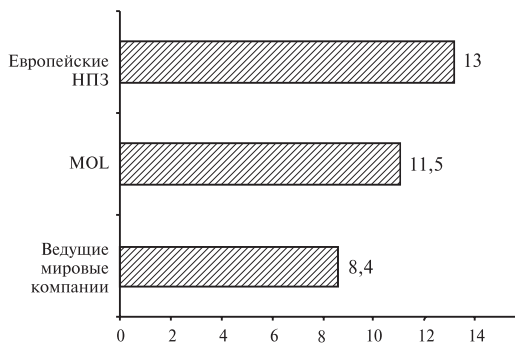


Рис. 3.2. Сравнительный анализ P/E по европейским НПЗ, ведущим мировым компаниям и MOL на момент сделки

Источники: составлено по (Черепанов, 2009).

акционеры входят в одну группу и вместе получают более 2% акций в MOL, то обязаны немедленно раскрыть для компании структуру группы. Отказ раскрывать эту информацию лишает акционера права голоса. То же собрание акционеров одобрило увеличение капитала MOL на 132 млн долл. путем частного размещения акций или выпуска конвертируемых облигаций. Это решение действует в течение пяти лет. Было принято решение, что для увольнения членов правления MOL теперь потребуется 75% голосов акционеров, а не простое большинство.

В начале июня Сургутнефтегаз обратился в городской регистрационный суд Будапешта с иском, оспаривающим отказ включить его в реестр акционеров MOL. Позже был подан еще один иск, требующий, чтобы все решения, принятые на годовом собрании акционеров MOL 23 апреля 2009 г., были аннулированы. По состоянию на начало февраля 2010 г. (Корпоративные конфликты. Сургутнефтегаз, 2009).

Конфликты между акционерами НК «Сургутнефтегаз» — MOL и ТНК-ВР характеризуются противостоянием российских и зарубежных акционеров, при этом поднимались весьма актуальные для периода кризиса вопросы состава совета директоров, оплаты топ-менеджмента компаний и состава акционеров, то есть степени прозрачности структуры собственности.

Независимо от кризисных явлений в экономике страны и всего мирового сообщества несоизмеримо более высокий заработок иностранных специалистов в сравнении с российскими служащими для компании, которая работает в России, может вызвать негативную реакцию не только у российских служащих, но и у российских акционеров. Если же компания еще и принимает на себя обязательства по постепенной замене иностранных специалистов российскими, то конфликт при неисполнении этих обязательств неизбежен. Этим как раз и характеризуется конфликт между британскими акционерами ТНК-ВР, российским правительством и российскими акционерами. При этом британским акционерам не слишком повезло в том отношении, что именно в этом случае не нашел своего отражения западный унифицированный подход к разрешению конфликтов (хотя в результате урегулирования разногласий между акционерами ТНК-ВР и был разработан механизм, позволяющий предотвратить возникновение новых корпоративных конфликтов), а, наоборот, достаточно ярко проявилось политическое влияние государства. Тем не менее стоит отметить, что, несмотря на полугодовой конфликт собственников, операционная деятельность компании практически не пострадала и 2008 г. стал для ТНК-ВР лучшим за всю историю ее существования (рис. 4.1, 4.2).

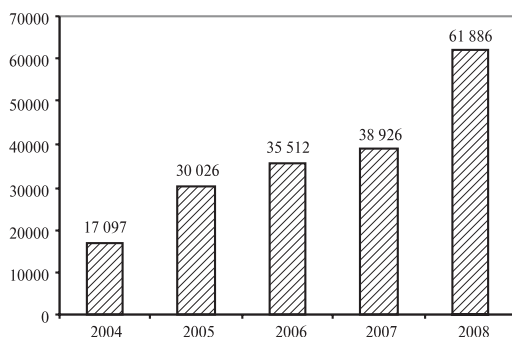


Рис. 4.1. Общий объем продаж ТНК-ВР за 2004—2008 гг., млн долл.

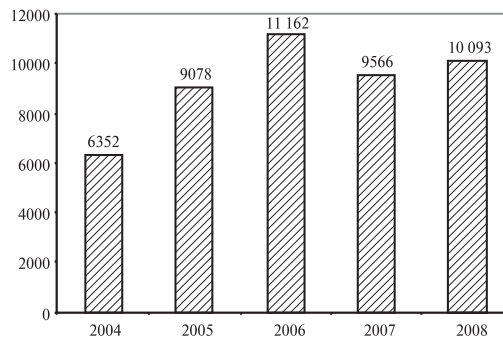


Рис. 4.2. ЕБИТДА ТНК-ВР за 2004—2008 гг., млн долл.

И с т о ч н и к: Обзор деятельности и краткая финансовая отчетность ТНК-ВР за 2008 г.

Среди наиболее важных трендов развития корпоративного управления в России — неуклонный рост иностранного участия в отечественных компаниях и расширение российского участия в компаниях за рубежом (Национальный доклад по корпоративному управлению, 2009). Но в период кризиса эти компании отнюдь не выглядят «островками стабильности».

Что касается конфликта между владельцами компаний MOL и Сургутнефтегаз, то хотелось бы отметить, что непредставление такой солидной компанией, как Сургутнефтегаз, информации о структуре собственности в течение нескольких последних лет порождает множество вопросов о причинах следования такой стратегии раскрытия информации. Возможно, сделка по приобретению доли в MOL заставит менеджмент компании раскрыть более полную информацию о своих владельцах, финансовом состоянии и хозяйственной деятельности, что сыграет на руку миноритарным акционерам НК «Сургутнефтегаз». Кроме того, можно предположить, что, направляя денежные средства на приобретение пакета акций в другой компании, Сургутнефтегаз демонстрирует, что деньги на балансе компании не являются «виртуальными» (как высказывается ряд инвесторов), с одной стороны, и что компания использует это как стратегию защиты от слияния с компанией Роснефть, с другой стороны. В свою очередь, венгерские акционеры восприняли подобную покупку как недружественное поглощение и воспользовались всеми возможными средствами (от невключения в реестр акционеров и внесения поправок в устав компании до административно-судебного вмешательства) для того, чтобы исключить возможность захвата власти над своей компанией (а номинально Сургутнефтегаз становится крупнейшим акционером MOL, рис. 5) и доступа российской стороны к конфиденциальной информации по проекту Nabucco, например. Таким образом, венгерская сторона не является 100% прозрачным бизнесом и так же, как и российская сторона в конфликте с ТНК-ВР, пользуется политическим ресурсом.

Возможно, независимые директора могли бы сгладить разногласия, возникшие в компаниях, и способствовать более быстрому и эффективному разрешению конфликтов. Однако на момент конфликтов их или не было вообще (как в конфликте с ТНК-ВР), или они не имели для этого достаточных полномочий. Можно сделать вывод, что, несмотря на результаты эмпирических исследова-

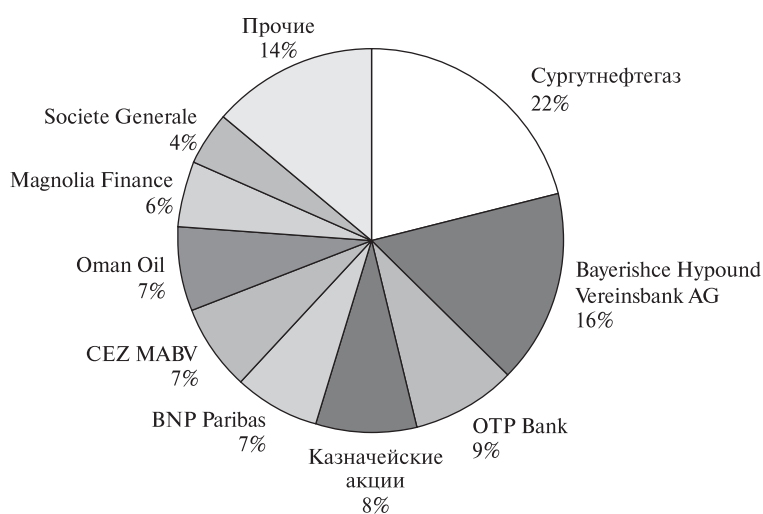


Рис. 5. Предполагаемая структура акционеров MOL

Источники: составлено по (Черепанов, 2009).

ний, показывающих, что советы директоров оказывают сильное влияние на корпоративное управление (Национальный доклад по корпоративному управлению, 2008), не удалось обнаружить существенной роли этого органа в разрешении корпоративных конфликтов, возникших в последние кризисные годы.

Заключение

С начала 2008 г. ситуация на мировом рынке слияний и поглощений начала претерпевать радикальные негативные изменения: у руководителей большинства компаний стало несоизмеримо меньше возможностей для финансирования расширения бизнеса за счет заемных средств, что было вызвано финансовым кризисом. Произошло сокращение объема рынка корпоративного контроля и изменение структуры сделок.

В представленной статье мы рассмотрели основные тенденции развития российского рынка корпоративного контроля в период кризиса 2008—2009 гг. и можем сделать следующие выводы. В 2008 г. российский рынок слияний и поглощений впервые сократился после шестилетнего роста, в 2009 г. отрицательная динамика сохранилась, количество сделок также снизилось. В этом отношении тенденции развития российского рынка корпоративного контроля совпадают с мировыми. В начале кризиса наиболее резкий скачок активности на рынке слияний и поглощений наблюдался в финансовом секторе, а в 2009 г. самый высокий темп роста показал нефтегазовый сектор. Отметим также, что одним из факторов сокращения объемов рынка стало сокращение количества сделок в рамках приватизации государственных пакетов акций. Иначе говоря, динамика национального рынка корпоративного контроля объясняется далеко не только мировыми трендами.

Сокращение стимулов к слияниям сочеталось с ростом необходимости во внутренней реструктуризации и повышении эффективности системы корпоративного управления в компаниях, а реструктуризация сопровождалась возникновением специфических корпоративных конфликтов. В данной статье прослежено течение корпоративных конфликтов на примере компаний ТНК-ВР и Сургутнефтегаз — MOL.

Конфликт между российскими и британскими акционерами ТНК-ВР характеризуется, прежде всего, тем, что возникли разногласия по составу совета директоров и оплате менеджмента компании. Именно в этом случае не нашел своего отражения западный унифицированный подход к разрешению конфликтов, а, наоборот, достаточно ярко проявилось политическое влияние государства.

Что касается конфликта между владельцами компаний MOL и Сургутнефтегаз, то хотелось бы отметить, что непредставление компанией Сургутнефтегаз информации о структуре собственности в течение нескольких последних лет действительно порождает множество вопросов. Венгерские акционеры однозначно восприняли сделку как недружественное поглощение и воспользовались всеми возможными средствами для того, чтобы исключить захват власти над своей компанией. Венгерская сторона так же, как и российская сторона в конфликте с ТНК-ВР, воспользовалась политическим ресурсом.

Возможно, независимые директора могли бы сгладить разногласия, возникшие в компаниях, однако на момент конфликтов их или не было вообще, или они не имели для этого достаточных полномочий. Несмотря на результаты эмпирических исследований, показывающих, что советы директоров оказывают сильное влияние на корпоративное управление, не удалось обнаружить существенной роли этого органа в разрешении рассмотренных корпоративных конфликтов, возникших в последние кризисные годы.

Источники

Долгопятова Т. Изменение структуры собственности на предприятиях обрабатывающей промышленности (по данным мониторинга) // Вопросы экономики. 2009. № 12.

Исследование и анализ состояния российской промышленности и разработка рекомендаций и предложений по выбору приоритетных направлений государственной экономической политики с целью обеспечения высоких и устойчивых темпов роста обрабатывающей промышленности в Российской Федерации. Доклад ГУ-ВШЭ по НИР. М., 2009.

Корпоративные конфликты. Сургутнефтегаз. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.advisers.ru/corp_conflict/conflict150.html.

Корпоративные конфликты. ТНК-ВР. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.advisers.ru/corp_conflict/conflict98.html.

Лидерами глобального рынка M&A в 2010 году станут сырьевые и финансовые компании // Украинская Биржа. 2009. 24 дек.

Рынок M&A в 2008 году. Исследование компании ФБК. 2009.

Рынок M&A в 2009 году. Исследование компании ФБК. 2010.

Управленческие инновации в крупном российском бизнесе: развитие внутренних механизмов корпоративного управления // Готов ли Урал к инновациям? Заимствовать или создавать новое? Аналитические доклады Экономического факультета УрГУ, 2010. Апрель.

Черепанов К. Сургутнефтегаз. Покупка MOL «прорубает окно» в Европу // Анализ рынка акций. КИТ Финанс. 2009. 31 марта.

Яковлев А. Кто планирует инвестиции, несмотря на кризис, и что им мешает? // Вопросы экономики. 2009. № 1—2.

Яудземис О., Морозов Д. Кризисные сделки M&A. Кто, за сколько и как расстаётся с бизнесом // FD. Русское издание британского журнала Financial Director. 2009. 4 февр.