

# Национальные трудности корпоративного управления

**Атаки с использованием миноритарных пакетов становятся наиболее распространенным способом недружественных поглощений в российском химпроме**

Наталья Малютина

**В**ладение акциями — это серьезный инвестиционный инструмент, с помощью которого люди во всем мире сохраняют и приумножают свои капиталы. Однако российская специфика ведения бизнеса такова, что наиболее выгодным инструментом инвестирования в акции стала не игра на бирже, а использование манипулятивных технологий и корпоративного шантажа.

## Акции как инструмент корпоративного управления

Одним из инструментов корпоративного управления компанией являются акции. Аргументы в пользу приобретения и держания акций сводятся в основном к двум моментам:

- во-первых, купив акции, человек (или инвестор) становится совладельцем акционерной компании и автоматически получает право на участие в прибыли, а также фактически при-

обретает в собственность небольшую часть компании. Кроме того, он получает возможность опосредованного управления предприятием путем участия в голосовании на собраниях акционеров;

- во-вторых, акции, пожалуй, один из самых доходных активов. Аналитики фондового рынка отмечают, что ни валюта, ни банковские вклады, ни недвижимость не могут сравниться по доходности с акциями. Акции — это лучший актив для долгосрочных вложений, они переигрывают инфляцию на длительных интервалах времени, акции способны приносить высокий доход за короткий срок. Кроме того, акции всегда легко реализовать.

Еще одним плюсом держания акций является получение дивидендов, однако для большинства акционеров — это не самоцель. Чаще акции покупают ради значительного увеличения их рыночной стоимости со временем. Рост цены может многократно превышать любую дивидендную доходность. Большинство

российских компаний платят невысокие дивиденды по акциям, а иногда и вообще игнорируют выплаты. В настоящее время доходность по дивидендам российских компаний невелика — до 5–10%. Однако это особенность не только российского фондового рынка. Так, на западных фондовых рынках есть акции роста, по которым дивиденды не выплачиваются. Всю текущую прибыль компании вкладывают в бизнес (например, в НИОКР) ради скорейшего развития компании.

## Развитие российского рынка ценных бумаг

В начале 90-х годов была предпринята первая попытка привлечь внимание населения к рынку ценных бумаг в ходе ваучерной приватизации. Однако, как мы помним, она с треском провалилась. Люди, ставшие обладателями акций и фактически являющиеся совладельцами компаний, не получили практически ни рубля от прибыли работающих предприятий. В результате мелкие акционе-



ры не стали участвовать в работе общих собраний акционеров, перестали интересоваться деятельностью топ-менедж-

мента по управлению компанией. И по сей день **миноритарные акционеры** — самое уязвимое звено корпоративного управления предприятием. Как правило, они слабо информированы о реальном состоянии дел компании, не разбираются в хитросплетениях акционерного законодательства, не знают своих прав и обязанностей по отношению к акционерному обществу. Они являются, по сути, молчаливым большинством и объектом манипулирования в процессе «недружественных» поглощений. Не имея возможности получать дивиденды, они готовы продать свои акции любому, кто назначит наиболее приемлемую цену. Кроме того, работники предприятия, являющиеся также его акционерами, могут

акциями совершаются редко, кроме того, торги по многим акциям, допущенным к торгам на бирже, практически не ведутся.

Инвесторы испытывают недостаток долгосрочных финансовых инструментов и нередко стараются направить средства в другие сектора, например, в недвижимость.

## Риски корпоративного управления

В настоящее время одной из наиболее острых проблем российской экономики стала **проблема эффективного корпоративного управления**. Основными рисками российской практики корпоративного

### Большинство российских компаний платят невысокие дивиденды по акциям, а иногда и вообще игнорируют выплаты.

использовать акции в качестве страховки для сохранения рабочего места.

Аналитики рынка констатируют, что рынок ценных бумаг в настоящее время находится в зачаточном состоянии и не может быть эффективным механизмом аккумулирования сбережений для широкого круга инвесторов. Финансовые инструменты недостаточно разнообразны, не развита инфраструктура рынка ценных бумаг.

Действительно, 95 % объемов ежедневных торгов на фондовой бирже совершается только с «голубыми фишками» — ликвидными акциями крупных ОАО России: РАО «ЕЭС России», «Газпром», «Лукойл», «Сбербанк России», ГК «Норильский Никель» и некоторых других. Менее ликвидные акции являются акциями «второго эшелона». Это «Аэрофлот», «МГТС», «Росбизнесконсалтинг», «Северсталь» и др. Сделки с другими

управления, по оценке иностранных инвесторов, являются:

- конфликт интересов мажоритарных и миноритарных акционеров;
- непрозрачность структуры собственников и бенефициариев акционерного общества;
- слабость процедур внутреннего контроля;
- непрозрачность многих российских компаний, а также неравенство в доступе к информации для различных акционеров;
- недоверие к менеджерам и качеству менеджмента;
- злоупотребления при реорганизациях;
- коррумпированность судов и манипулирование судами, отсюда — невозможность применения гарантированных законом разрешительных процедур.

#### Андрей Быстров, председатель совета директоров «Агентства антикризисных технологий и инвестиций»:

«Наиболее острой проблемой в цепи корпоративного управления крупным химическим холдингом остается незащищенность прав миноритарных акционеров, их неполная информированность о реальной стоимости собственного пакета акций. Отсюда большая вероятность манипулирования действиями миноритарных акционеров со стороны лиц, заинтересованных в недружественном поглощении предприятия или в гринмейле. Решением проблемы могут стать компании, способные эффективно организовать управление такими пакетами, что позволит свести к минимуму деятельность «рейд»-структур, ликвидировать силовые (незаконные) методы решения корпоративных конфликтов».

#### Илья Зоткин, юрист компании Hogan & Hartson L.L.P.:

«Следует отметить, что проблема нахождения приемлемого баланса между интересами мажоритарных и миноритарных акционеров

является одним из основополагающих вопросов акционерного законодательства, равно как и проблема обеспечения должной оперативности и гибкости управления в открытых акционерных обществах, акции которых обращаются на фондовой бирже.

Так, первоначальная версия Закона «Об акционерных обществах» не уделяла достаточного внимания защите прав миноритариев и создавала значительные возможности их нарушения. Этим были вызваны изменения к закону, внесенные в 2001 году, которые вводили нормы, обеспечивающие права миноритариев при консолидациях акций акционерных обществ, размещении дополнительных акций или ценных бумаг, конвертируемых в акции.

В то же время, в значительной степени была ограничена возможность миноритарных акционеров «блокировать» принятие обществом основных решений, касающихся его деятельности. Также сделана обязательной процедура избрания членом совета директоров (наблюдательного совета) путем кумулятивного голосования, что, в целом, дает возможность обеспечения более справедливого представительства в совете директоров».

Тем не менее, в России наблюдается устойчивая тенденция к внедрению стандартов корпоративного управления не только в крупнейших компаниях, но и в компаниях среднего и малого бизнеса.

Как уже отмечалось выше, миноритарии — самое уязвимое звено корпоративного управления. В последние годы на российских предприятиях все чаще можно встретить новый феномен — трудовые коллективы оказываются вовлеченными в многочисленные конфликты за предел собственности.

## Трудовой коллектив

В одном случае сотрудники могут защищать интересы основного собственника предприятия, которого они считают «хозяином» завода, и участвовать в предотвращении вооруженного захвата собственности со стороны других акционеров. В другом случае трудовые коллективы могут выступать как самостоятельная сила, претендующая на осуществление функций управления предприятием.

Например, крупнейший в мире азотный завод ОАО «Тольяттиазот» практически постоянно участвует в различного рода конфликтах (по поводу доступа к аммиакопроводу, по поводу возможности работы в Краснодарском крае). Трудовой коллектив также оказался вовлеченным в конфликт и поддерживает сторону руководителя предприятия Владимира Махлая. В ноябре этого года рабочие подписали резолюцию к новому полпреду в Приволжском федеральном округе Александру Коновалову с просьбой защитить

их права и требованием провести расследование случаев проникновения на завод вооруженных лиц. В резолюции, в частности, говорится, что в течение последних нескольких месяцев завод подвергается сильнейшему давлению силовых структур. Регулярные обыски, вооруженные захваты, попытки оккупации территории завода и другие силовые действия порождают нервную обстановку в рабочем коллективе, ставя под удар стабильность работы «Тольяттиазота» — одного из крупнейших химических производств не только в Российской Федерации, но и далеко за ее пределами.

Большинство корпоративных конфликтов в России пришлось на 90-е годы, однако и сейчас подобные явления не редкость. Согласно статистике, в нашей стране около 3 тыс. предприятий еже-

## В России наиболее выгодным инструментом инвестирования в акции стала не игра на бирже, а использование манипулятивных технологий и корпоративного шантажа.

годно переходят из рук в руки. Стороны порой используют и силовые методы решения конфликта, подключая ЧОПы или местные ОПГ.

## На войне как на войне

Так, например, произошло на заводе «Бератон» в г. Березники Пермской области (производитель сырья для бытовой химии). Контрольный пакет завода был разделен между несколькими собст-

венниками, которые в 2004 году оказались в состоянии конфликта по поводу дальнейших путей развития предприятия. В результате в июне 2005 года один из цехов завода был захвачен, а затем отбит обратно. Возникла угроза химической катастрофы. О нынешнем состоянии конфликта пока ничего не известно.

## Рейдеры

Помимо менеджмента предприятия и миноритарных акционеров в конфликте, как правило, участвуют и сторонние лица — «рейдеры», представляющие интересы третьей заинтересованной стороны, желающей приобрести активы компании-«цели». В роли миноритарных акционеров, представляющих интересы агрессора, выступают, как правило, аффилированные, но неизвестные на рын-

ке компании. На рис. 1 отражена история создания компании «СинтезПром-Универсал», представлявшей интересы «Сибура» в деле об отмене приватизации «Полиэфа». Здесь был использован классический «сетевой» принцип учреждений, до сих пор применяющийся на рынке банковскими структурами в целях обналичивания финансовых средств.

В большинстве случаев в решение задач, поставленных компанией-рейдером, вовлекаются официальные государст-

### Николай Студеникин, генеральный директор КГ PROTEKT:

«С точки зрения PR ключевая проблема мне видится в слабом понимании менеджмента предприятий необходимости в превентивных мер PR- и GR-защиты, в которые входит как формирование информационного поля вокруг предприятия, так и внутренняя работа по информированию коллектива и укреплению его лояльности, а также взаимодействие с госорганами. В первую очередь, это управленцы «недооцененных» активов, предприятий науки и промышленности, как правило, люди «советской эпохи», для которых PR и GR — всего лишь непонятная аббревиатура.

Напротив, рейдеры отлично понимают эффективность применения PR-технологий в сочетании с юридическими, и поэтому так успешны. Иными словами, атакующая сторона сейчас вооружена на порядок лучше, чем защищаемая».

### Александр Печерский, начальник отдела слияний и поглощений ИФК «Алемар»:

«Следует отметить, что акции не только наиболее доходный, но и наиболее рискованный по сравнению с долговыми ценными бумагами и недвижимостью инструмент. Наибольший рост следует ожидать как раз по мало ликвидным акциям, но с ними

связан и наибольший риск потери вложенных средств. Поэтому не вполне корректно говорить, что акции всегда ликвидны и доходны. Инвестор может как выиграть, так и потерять, в частности, в России в конце 1997 г. начался спад котировок, который продолжался несколько лет, фондовые индексы восстановились только в 2005 г.

В большинстве случаев рейдеры и гринмэйлеры используют для шантажа ошибки и нарушения законодательства в приватизации и корпоративном управлении. Редкое недружественное поглощение обходится без содействия или прямого попустительства коррумпированных государственных структур, в то время как случаи отпора силовым захватам со стороны правоохранительных органов встречаются достаточно редко».

### Роман Козлов, генеральный директор компании «Технологии корпоративного управления»:

«Уже давно не секрет, что любые нарушения установленных процедур могут оказаться оружием в корпоративном конфликте, будь то гринмэйл или спор между акционерами. Сколько компаний, подвергшихся враждебному поглощению или успешной атаке гринмэйлеров — столько компаний, чье руководство не уделило достаточно внимания вопросам корпоративного права. Это обстоятельство выдвигает повышенные требования к контролю соблюдения корпоративных процедур».

венные структуры: суды первой инстанции, территориальные налоговые инспекции, ОМОН.

Так, по информации, озвученной в Госдуме, в Тольяты представители фискальных органов и вооруженные подразделения действовали в интересах компании, подконтрольной Виктору Вексельбергу.

## Игра на понижение

**Цель «рейда»** — приобретение максимального пакета акций, либо кредиторской задолженности предприятия, либо объемов поставок в минимально короткие сроки и за небольшие деньги.

**Результат «рейда»** — смена управления на предприятии, переоформление правоустанавливающих документов, консолидация пакета акций в одних руках и как итог — продажа предприятия по максимальной цене.

Так, скандал разгорелся на расположенном в г. Яровое комбинате «Алтайхимпром», собственником которого год назад стала московская инвестиционная группа «Реформа». По версии трудового коллектива, их предприятие подверглось рейдерскому захвату со стороны москвичей. События эти ознаменовались очередными волнениями в Яровом. В начале ноября группа неизвестных лиц, вооруженных пилами-болгарками, пыталась проникнуть на предприятие и распилить на металлолом 12-тонную титановую колонну. В ответ на это коллектив завода забаррикадировался на предприятии. Подобный случай произошёл на барнаульском «Комбинате

## В отличие от большинства производителей, рейдеры отлично понимают эффективность PR-технологий в сочетании с юридическими методами, и поэтому так успешны.

химических волокон», который московская фирма «Грандцентрос» пыталась продать на металлолом.

Компания, вовлеченная в корпоративный конфликт, получает сразу два отрицательных импульса:

- рост рисков для контрагентов в текущей деятельности, ухудшение условий заключаемых контрактов, снижение денежного потока, рост себестоимости;
- наличие неопределенности отдаляет от компании инвесторов, влечет за собой рост стоимости обслуживания долговой нагрузки, ограничивает возможности привлечения дополнительных финансовых ресурсов.

Цепная реакция этих рисковых последствий может быть остановлена лишь гармонизацией корпоративной ситуации.

Очевидно, что корпоративный конфликт негативно влияет на капитализа-

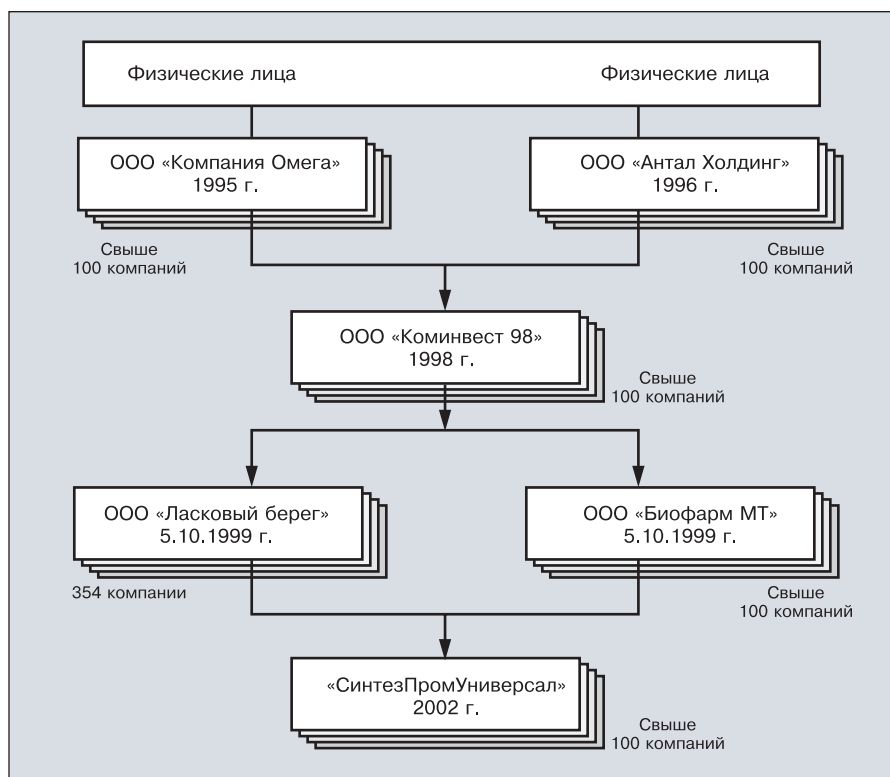


Рис. 1. Компания «СинтезПромУниверсал», претендующая на миноритарный пакет акций, представляла интересы «Сибура» в деле «Полиэфа». Компания была учреждена по т. н. «сетевому» принципу, и установить ее собственников на сегодня не представляется возможным

цию компании. Снижение стоимости бизнеса, по оценкам экспертов, может достигать 60–70% для некоторых пакетов акций и 20–50% для контрольного пакета. Схожая ситуация складывается на одном из крупнейших российских химических предприятий, волгоградском

тивов одной из «дочек» «Роснефти» — Комсомольского НПЗ — оказалась в несколько раз ниже ожидаемой. Deloitte & Touche оценила завод в 40 млн долларов, в то время как сравнимый по мощности Туапсинский — в 373 млн долларов. Компания Newport Capital, владеющая миноритарным пакетом акций «Комсомольского НПЗ», планирует направить жалобу о нарушении прав инвесторов в правительство и ФСФР. Аналитики полагают, что корпоративный конфликт в преддверии IPO может заметно ударить по имиджу «Роснефти» и снизить доходность от размещения.

## PR и механические способы

На снижение капитализации бизнеса особенно влияет переход корпоративного конфликта из латентной стадии в публичную: когда ведется активная PR-кампания, вовлечены различные госорганы в лице проверяющих инстанций, трудовой коллектив перестает работать и выходит на улицы.

Методы идеологического давления характерны для негосударственных компаний. В иных случаях в конфликте используется прекращение поставок энергии, пара, сырья. Наиболее ярким примером конфликта подобного рода стала борьба «Газпрома» за контроль над «Кирово-Чепецким химкомбинатом» ▶

◀ (КЧХК). «Газпром», стремясь установить контроль над предприятием и выкупить контрольный пакет, ограничил поставки газа на завод. В результате на комбинате началась забастовка, был остановлен входящий в «КЧХК» «Завод минеральных удобрений», в вынужденных отпусках находилось более 5 тыс. человек. В настоящее время конфликт не завершен и урегулируется в судебном порядке.

Одним из распространенных рисков случаев для корпоративного управления компанией является **гринмейл** (англ. GREEN MAIL) — форма вымогательства или корпоративного шантажа. Этот вид вымогательства интересен тем, что чаще всего гринмейлеры добиваются своего абсолютно законно — используя права, закрепленные в законодательстве, и правовые механизмы защиты их интересов. Некое лицо скупает достаточно большое количество акций компании, так что у ее руководства возникает опасение, что компанию перекупят, после чего лицо продает компании скупленные акции по завышенной цене. Кроме того, гринмейлер может быть нанят другими бизнесменами или «рейдерами» с целью ударить по деловой репутации компании-цели, снизить ее капитализацию для последующего не-

дружественного поглощения. Родоначалником гринмейла в России считают Кеннета Дарта, который в конце 90-х годов через подставных лиц скупал небольшие пакеты акций предприятий ТЭК. В качестве основного рычага Дарт избрал «защиту прав миноритарных акционеров», используя законодательную норму «Об акционерных обществах», в которой говорится, что миноритарный акционер имеет право обращаться с иском в суд о защите своих имущественных интересов.

В настоящее время в Государственную думу внесен проект изменений в закон «Об акционерных обществах», предполагающий сокращение с трех лет до трех месяцев срока обжалования акционерами в суде решений совета директоров. Разработчики реформы корпоративного законодательства хотят ограничить использование миноритариев в корпоративных конфликтах. А участники рынка полагают, что принятие данной поправки приведет к ограничению прав миноритарных акционеров и произволу менеджмента компании.

Другим не менее эффективным инструментом гринмейлера является создание профсоюзов и провоцирование трудового конфликта с их участием. Как

правило, гринмейлеры вербуют руководителей существующего профсоюза, либо сами становятся его активистами. Гринмейлеры дирижируют забастовками и акциями на предприятии, направленными опять же на снижение капитализации компании. При этом участниками акций выдвигаются сугубо мирные лозунги, например, повышение зарплаты на предприятии, улучшение условий труда, выплата дивидендов по акциям.

На сегодняшний момент можно констатировать, что каждая вторая сделка M&A в химической отрасли сопровождается корпоративным конфликтом с участием представителей СМИ, чиновников, судебных органов и рейдеров. Только за этот год в публичные корпоративные конфликты были вовлечены ОАО «Тольяттиазот», «Кирово-Чепецкий химкомбинат», волгоградский «Химпром», ОАО «Галоген» (Пермь), ОАО «Полиэф» (Благовещенск), ОАО «Владимирский химический завод» (ВХЗ) и другие.

Таким образом, одной из актуальных задач корпоративного управления на сегодняшний день остается разработка комплексной стратегии защиты от возможных атак многочисленных игроков рынка недружественных поглощений. ■

## THE CHEMICAL JOURNAL WEB SITE

SUBSCRIPTION IS AVAILABLE 24 HOURS A DAY, 7 DAYS A WEEK

[www.tcj.ru](http://www.tcj.ru)

- анонс свежего номера
- архив прошлых выпусков
- избранные публикации в открытом доступе
- оформление подписки через сайт

«ХИМИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ» В ИНТЕРНЕТЕ

ПОДПИСКА КРУГЛОСУТОЧНО, БЕЗ ВЫХОДНЫХ