

# ВЛИЯНИЕ КОНФЛИКТА АКЦИОНЕРОВ НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ НА ПРИМЕРЕ ОАО «ВЫМПЕЛКОМ»

Чиркова Е.В.<sup>1</sup>, Мороз И.В.<sup>2</sup>, Дранев Ю.Я.<sup>3</sup>

В ходе конфликта акционеров может сильно снижаться капитализация компаний, что может быть вызвано ростом репутационных издержек. В данной статье анализируется изменение рыночной стоимости российской телекоммуникационной компании «ВымпелКом» в зависимости от появления в средствах массовой информации (далее – «СМИ») новостей о конфликте между основными акционерами компании в период 2005–2013 гг. Предлагается методология предсказания реакции рынка на новости в зависимости от их содержания. Сначала новости классифицируются на относящиеся к изменению денежных потоков («экономические») и остальные («неэкономические»). Затем рассматривается сверхдоходность первой экономической новости в потоке для определения влияния остальных взаимосвязанных новостей одного типа (если, например, рынок отреагировал на объявление о сделке M&A положительно, это выгодная сделка). Предсказанное по методологии влияние новостей на реакцию рынка в большинстве случаев совпадало с наблюдаемыми избыточными изменениями цены акции, подсчитанными по методу событий.

Расчет избыточной доходности за рассматриваемый период позволил оценить совокупные потери акционеров компании «ВымпелКом» в результате конфликта между Altimo и Telenor, которые, по нашему мнению, составили 2,35 млрд долларов. С учетом урегулирования спора и отсутствия значительных прямых материальных потерь можно говорить о том, что избыточное снижение капитализации объясняется выросшими рисками, повлиявшими на увеличение требуемой доходности.

JEL: G14, G34

Ключевые слова: конфликт акционеров, реакция рынка, избыточная доходность, репутационный риск

## Исследования реакции рынка на корпоративные конфликты

Впервые к проблеме реакции рынка на конфликт между компаниями обратились К. Энгельманн и Б. Корнелл (Engelmann, Cornell, 1988). Рассмотрев пять крупнейших судебных исков, а именно Telex против IBM (1972), Berkey Photo против Eastman Kodak (1984), Pennzoil против Texaco (1984), MCI против AT&T (1974), Treadway против Brunswick (1960), они доказали, что в результате судебных процессов между компаниями совокупная рыночная стоимость капитала истца и ответчика снижается. Корпоративные тяжбы могут привести к огромным издержкам для компании-ответчика, которые порой существенно превышают ожидаемые выгоды компании-истца.

Авторами работы были выдвинуты и рассмотрены четыре гипотезы причин асимметричного изменения рыночной стоимости компаний: риск последующих исков (судебное решение может стать прецедентом для подачи схожих исков со стороны третьих компаний); риск ограничений, установленных судом (например, они могут изменить стратегию компании, вызвать дополнительные расходы); риск потери репутации и последующего банкротства; расходы на ведение дела юристами. По мнению авторов, последняя гипотеза является наименее применимой, поскольку она не дает объяснения ни масштабам, ни времени реакции цены акций на процессуальные события. В 12 из 36 случаев избыточные доходности акций истца и ответчика в дни публикации новостей о решениях суда имели одинаковый знак, что характерно для событий, имеющих негативный эффект как для истца, так и для ответчика. Например, в результате публикации новости о сокращении судом суммы выплаты в качестве возмещения нанесенного ущерба вероятность получения заявленной суммы для истца уменьшалась (отрицательная избыточная доходность акций истца), в то же время вероятность выигрыша судебного разбирательства для ответчика также уменьшалась (отрицательная избыточная доходность акций ответчика).

<sup>1</sup> Канд. эконом. наук, доцент департамента финансов НИУ ВШЭ.

<sup>2</sup> Магистр НИУ ВШЭ.

<sup>3</sup> PhD, доцент департамента финансов НИУ «ВШЭ», научный сотрудник Лаборатории корпоративных финансов.

Основопологающей работой, посвященной проблеме изменения рыночной стоимости двух фирм вследствие судебных разбирательств, является статья Д. Катлера и Л. Саммерса (Cutler, Summers, 1988), послужившая фундаментом для последующих исследований. В данной работе были проанализированы последствия судебного разбирательства между компаниями Техасо и Pennzoil. С 1984 по 1988 г. компании Техасо и Pennzoil были вовлечены в судебную тяжбу, в которой поводом для разбирательства стала сделка по покупке Техасо Getty Oil. После заключения контракта на приобретение компании Getty Oil компанией Техасо выяснилось, что компаниями Pennzoil и Getty Oil уже были оговорены предварительные условия договора о приобретении Getty Oil, имеющие юридическую силу. В результате Pennzoil подал судебный иск против Техасо с требованием возместить ущерб за сорванную сделку.

Авторы рассмотрели изменения рыночной стоимости акций обеих компаний в зависимости от новостного фона о судебных разбирательствах. Было подсчитано, что спор между компаниями сократил совокупное состояние обеих сторон на 3,4 млрд долларов, что составляет более 30% совокупной капитализации на момент возникновения спора. Урегулирование спора в ноябре – декабре 1987 г. привело к росту общей стоимости компаний на 2,3 млрд долларов. На основе данных результатов авторы сделали вывод о том, что конфликт между Техасо и Pennzoil стоил их акционерам около 1 млрд долларов.

Исследование показало, что цены акций Техасо и Pennzoil почти всегда двигались в противоположных направлениях. При этом изменение стоимости акций Техасо было значительно больше, чем изменение стоимости акций Pennzoil. Так, например, максимальное падение стоимости акций Техасо составило 1,26 млрд долларов, в то время как максимальное повышение стоимости акций Pennzoil – всего 564 млн.

Понижение совокупной стоимости компаний существенно превысило материальные потери от конфликта, а именно прямые расходы на проведение судебного процесса: суммарные посленалоговые расходы на юристов обеих сторон конфликта составили 525 млн долларов. Д. Катлер и Л. Саммерс пришли к выводу, что объяснением данной асимметрии является существенное увеличение риска банкротства Техасо в результате тяжбы.

Исследование данного кейса было продолжено в работе Р. Мнукнина и Р. Уилсона (Mnookin, Wilson, 1989). Авторы данного исследования также пришли к выводу, что основная причина падения стоимости акционерного капитала Техасо – риск длительного и дорогостоящего процесса банкротства и реорганизации. Но есть и другая – рынок выявил, что в Техасо существуют агентские проблемы. Согласно Мадок (Murdock, 1875), «если судебные издержки превышают затраты урегулирования, то рациональные участники принимают решение разрешить конфликт вне суда, вне зависимости от размера иска». По мнению некоторых авторов (Mnookin, Wilson, 1989), менеджмент Техасо предпочел обжаловать решение суда и пытался добиться полного оправдания компании, несмотря на то что скорейшее урегулирование судебного разбирательства было бы лучшим исходом для акционеров обеих компаний, то есть интересы топ-менеджеров не совпали с интересами акционеров.

В статье С. Бхагата, Дж. Брикли и Дж. Колса (Bhagat, Brickley, Coles, 1994) анализируется реакция фондовой биржи на судебные процессы с использованием расширенной выборки межфирменных конфликтов. Исследование, проведенное на 148 наблюдениях за 1981–1983 гг., показало, что после подачи иска обыкновенные акции ответчика в среднем дешевеют примерно на 1%. Авторы приходят к выводу, что прямые расходы компаний на судебные разбирательства являются незначительными и падение капитализации в большей степени объясняется косвенными затратами, связанными с ухудшением финансового положения компаний, например снижением уровня продаж или повышением затрат в связи с невозможностью ведения бизнеса с клиентами и поставщиками на выгодных условиях (репутационные издержки).

В работе Дж. Карпова и Дж. Лотта (Karppoff, Lott, 1993) показано, что предполагаемые или фактические корпоративные иски о мошенничестве имеют большое влияние на рыночную стоимость компании-ответчика. Правовые издержки составляют малую часть реальных потерь фирмы-ответчика. После обвинения фирмы в мошенничестве спрос на ее продукцию или услуги уменьшается. Репутационные издержки корпоративного мошенничества являются существенными.

В статье Дж. Карпова, Д. Ли и Г. Мартина (Karpoff, Lee, Martin, 2008) были рассмотрены 585 фирм (Enron, WorldCom и др.), которые своими нарушениями в области финансовой отчетности привлекли внимание Комиссии по ценным бумагам и Министерства юстиции в период 1978–2002 гг. Средний размер санкций составил приблизительно 4% рыночной стоимости компании, в то же время потери рыночной стоимости в период судебных разбирательств составили в среднем 41%. По мнению авторов, причиной значительного снижения стоимости компаний-ответчиков являлись репутационные потери, ведущие к ухудшению операционных результатов компании, например, снижению уровня продаж и к повышению затрат на финансирование.

Итак, в ходе конфликта сторон капитализация компаний может падать сильнее, чем материальные потери от конфликта, а изменение рыночной стоимости компаний – участниц конфликта быть асимметричным, что может быть вызвано репутационными издержками компании-ответчика.

### Описание конфликта акционеров в ОАО «ВымпелКом»

Конфликт между основными акционерами «ВымпелКом» – компанией Altimo из консорциума «Альфа-Групп» и норвежской телекоммуникационной компанией Telenor, владевшими на начало конфликта 32,9% и 26,6% голосующих акций «ВымпелКома» соответственно, начался в августе 2004 г., когда «ВымпелКом» приняла решение о приобретении украинского сотового оператора «Украинские радиосистемы» («УРС»). Altimo одобрила сделку, однако Telenor этого решения не поддержала. Причина ее негативного отношения к сделке заключалась в том, что у Telenor уже имелся контроль над украинским сотовым активом – ЗАО «Киевстар» (56,51% акций принадлежали Telenor, 43,49% акций – ООО «Сторм», 100% акций которой владела «Альфа-Групп»).

В ответ на несогласие Telenor по сделке «УРС» «Сторм» подала иски в суд Киева против Telenor и «Киевстара» с требованием изменить устав «Киевстара» и ее соглашение с Telenor, позволяющее норвежской компании самостоятельно назначать президента и ряд топ-менеджеров «Киевстара». На время рассмотрения претензий со стороны «Альфа-Групп» суд Киева отстранил президента «Киевстара» от исполнения обязанностей.

Спустя девять месяцев после начала конфликта «ВымпелКому», несмотря на возражения Telenor, удалось купить «УРС». После этого норвежская компания подала три исковых заявления в суд Москвы с требованием признать недействительными итоги внеочередного собрания акционеров «ВымпелКома», на котором было одобрено приобретение «УРС». Telenor выиграть суд не удалось.

В феврале 2006 г. «ВымпелКом» сделала акционерам предложение о покупке «Киевстара». Однако партнеры не смогли договориться между собой и в этот раз. «ВымпелКом» отозвал свое предложение. Позже Altimo выступила с новыми резкими обвинениями в адрес своего иностранного партнера. Поводом для обвинения стало сообщение о намерениях Telenor купить до 3,5% акций «ВымпелКома», обращающихся на свободном рынке, через международный банк ING. Altimo полагала, что существовало соглашение между ING и Telenor, в соответствии с которым акции не были переданы в собственность Telenor, однако ING мог распоряжаться ими в интересах Telenor.

Разногласия между двумя крупнейшими акционерами «ВымпелКома» были отражены в рейтинге корпоративного управления компании агентства Standard & Poor's в мае 2005 г. Кроме того, конфликт акционеров привел к тому, что совет директоров «ВымпелКома» не смог одобрить бюджет на 2006 г., что могло негативно отразиться на операционной деятельности компании и создать дополнительные юридические риски. Как следствие, у акционеров компании возникли опасения относительно компетентности действующего совета директоров.

В апреле 2008 г. в конфликт акционеров «ВымпелКома» вступила еще одна компания – Farimex Products Inc., зарегистрированная на Британских Виргинских островах и владевшая 1250 обыкновенными акциями «ВымпелКома» (0,002% уставного капитала). Farimex Products Inc. подала иск против Telenor в Ханты-Мансийский арбитражный суд, обвинив норвежскую компанию в затягивании сроков выхода российского оператора на рынок Украины через покупку местного

оператора «УРС». В соответствии с претензиями Farimex в результате этих действий «ВымпелКом» понес убытки в размере 3,8 млрд долл. По мнению Telenor, Farimex Products Inc. контролировалась «Альфа-Групп» и все ее действия совершались в интересах Altimو.

В результате судебных разбирательств, длившихся в течение 18 месяцев, суд признал Telenor виновной в нанесении финансового ущерба компании «ВымпелКом» и обязал норвежскую компанию выплатить российскому оператору 1,73 млрд долларов и 4 млрд рублей судебных издержек в пользу исполнительного органа. Затем Федеральная служба судебных приставов наложила арест на долю Telenor в «ВымпелКоме» и сообщила о скорой продаже арестованного пакета акций. У Telenor не оставалось выбора, кроме как согласиться на слияние «Киевстар» и «ВымпелКома». После объявления о том, что единственным акционером «ВымпелКома» и «Киевстар» станет вновь созданная компания «ВымпелКом» Ltd., Farimex Products Inc. отозвала свой иск. Стороны договорились, что ни один из акционеров не имеет права в течение пяти лет докупать акции объединенного оператора.

Но на этом конфликт собственников «перерожденной» «ВымпелКом» не закончился. Спустя три года Altimو обвинила Telenor и Weather II Investments (18,3% голосующих акций «ВымпелКома») в нарушении устава компании «ВымпелКома» при совершении сделки купли-продажи акций. Претензии Altimو заключались в том, что при совершении сделки купли-продажи акций не было инициировано обязательное тендерное предложение на покупку. В результате данной сделки Telenor и Weather, вместе владевшие более чем 50% голосующих акций «ВымпелКома», смогли сформировать альянс.

На этот раз в конфликт акционеров вмешалось российское государство, обеспокоенное ростом доли иностранных акционеров в компании. Арбитражный суд Москвы наложил обеспечительные меры по иску Федеральной антимонопольной службы против Telenor по сделке с Weather – «ВымпелКому» было запрещено до разрешения судебного спора исполнять решение годового собрания акционеров, которые действовали до тех пор, пока Altimو не увеличила голосующую долю в «ВымпелКоме» до 47,85%.

После того как доля Altimو в «ВымпелКоме» превысила долю Telenor, акционеры компании больше не вступали в открытое противостояние друг с другом.

### Описание выборки новостей и гипотезы исследования

В данной работе была сформирована выборка новостей с датой и временем их появления в СМИ, включающая все новости, в которых упоминались названия эмитента в период конфликта. Дата события определялась исходя из того, когда информация о нем проходила по новостным лентам таких агентств, как «Финам», «РИА Новости», «Ведомости», «Российская газета», «Коммерсант», РБК, Financial Times, The Wall Street Journal и др. Всего за период конфликта было найдено 2766 событий, в которых упоминалась «ВымпелКом». Из выборки были исключены все повторы новостей, а также события, не имеющие отношения к конфликту акционеров компании. В результате в итоговую выборку вошли 80 новостей о конфликте акционеров в «ВымпелКоме».

Как уже говорилось выше, акционеры «ВымпелКома» конфликтовали по поводу всех значимых сделок слияний и поглощений, совершавшихся компанией. Для анализа реакции рынка на разрастание противоречий между акционерами были выделены следующие четыре конфликта:

1. Конфликт, связанный с приобретением «ВымпелКомом» украинского сотового оператора «УРС», март 2005 – июнь 2007 г. (Telenor выступала против приобретения).
2. Конфликт, связанный с обвинением Telenor в ненадлежащем исполнении своих фидуциарных обязанностей при принятии решения о приобретении «ВымпелКомом» украинского сотового оператора «УРС», апрель 2008 – апрель 2010 г.
3. Конфликт, связанный с объединением «ВымпелКома» и телекоммуникационного конгломерата Weather Investments, декабрь 2010 – апрель 2011 г. (Telenor выступала против объединения).

4. Конфликт, связанный с увеличением доли Telenor в уставном капитале «ВымпелКома», март 2005 – июнь 2007 г. (Altimo выступала против увеличения доли Telenor в «ВымпелКоме»).

Все новости выборки были разделены на две основные группы: в отношении событий, имеющих прямую экономическую значимость для компании и/или ее миноритарных акционеров, то есть влияющих на ее финансовый результат, и в отношении событий, такой значимости не имеющих.

Внутри каждой группы новости были разделены на «плохие» и «хорошие» в зависимости от предположения о том, как на них отреагирует рынок. Новости, знак которых было невозможно определить, также были отнесены в отдельную категорию (табл. 1). В результате были получены шесть категорий новостей: «экономические плохие» (7 новостей), «экономические хорошие» (12 новостей), «экономические неопределенные» (19 новостей), «неэкономические плохие» (24 новости), «неэкономические хорошие» (16 новостей), «неэкономические неопределенные» (2 новости).

Таблица 1

Обозначения и примеры отдельных категорий новостей

Название категории новостей	Обозначение группы	Реакция рынка	Примеры новостей
«Экономические плохие»	1↓	Рынок снижается	Невыгодные сделки компании по приобретению и слиянию с другими компаниями; штрафы и санкции, примененные к компании вследствие конфликта, и др.
«Экономические хорошие»	1↑	Рынок растет	Выгодные сделки компании по приобретению компаний и слиянию с другими компаниями; выплаты, назначенные в пользу компании, и др.
«Экономические неопределенные»	1	Невозможно определить	Первичное объявление о намерении компании совершить сделку по приобретению/слиянию с другими компаниями и др.
«Неэкономические плохие»	2↓	Рынок снижается	Претензии, критика действий акционеров компании; вмешательство государства в дела компании; заявления относительно усугубления конфликта; штрафы и санкции, примененные к конфликтующим акционерам, и др.
«Неэкономические хорошие»	2↑	Рынок растет	Заявления о сдвигах переговоров в сторону разрешения конфликта и др.
«Неэкономические неопределенные»	2	Невозможно определить	Обращение акционеров компании в суд с требованием рассмотрения дела о конфликте в независимом суде и др.

Поскольку определение размера величины выгод для компании и/или ее миноритарных акционеров от осуществления экономических сделок по слияниям и поглощениям (первая группа новостей) не представлялось возможным, экономические события были разделены на «хорошие» и «плохие», исходя из реакции рынка. Экономические события (сделки по слияниям и поглощениям) считались выгодными для компании и/или ее миноритарных акционеров, если при объявлении о намерении компании совершить ту или иную сделку рынок реагировал положительно и наоборот.

Для проверки наличия значимого эффекта от публикации новостей о конфликте акционеров на рыночную стоимость компании была протестирована следующая гипотеза. Объявление о «раз-

горании» конфликта акционеров компании (категория новостей «1↓», «2↓») имеет значимый негативный эффект на рыночную стоимость компании. Ожидается отрицательное значение средней сверхдоходности акций «ВымпелКома» в дни публикации «плохих» новостей (общее количество наблюдений – 30). Объявление об урегулировании или смягчении конфликта акционеров компании (категория новостей «1↑», «2↑») имеет значимый позитивный эффект на рыночную стоимость компании. Ожидается положительное значение средней сверхдоходности акций «ВымпелКома» в дни публикации «хороших» новостей (общее количество наблюдений – 29).

### Методология оценки влияния новостей о конфликте акционеров на рыночную стоимость компании

Для оценки влияния новостей о конфликте акционеров на рыночную стоимость компании в данной работе используется метод событий. Суть данного метода заключается в расчете отклонения фактической доходности акций компании, акционеры которой конфликтуют между собой, от ее ожидаемой доходности (в случае отсутствия конфликта). В ходе использования метода событий в работе была оценена величина изменений сверхдоходности (избыточной доходности) рыночной стоимости капитала компании («ВымпелКом») после публикации новостей о конфликте.

Существуют различные модели расчета избыточной доходности акций компании. Волатильность доходности акций «ВымпелКома» схожа с высокой волатильностью российского индекса РТС (см. ниже). По этой причине для расчета избыточной доходности акций «ВымпелКома» была использована модель рыночного индекса, применяемая для развивающихся рынков капитала. Избыточные доходности акций «ВымпелКома» были рассчитаны для каждого дня выхода новости о конфликте акционеров компании по формуле:

$$ARi(t) = Ri(t) - Rm(t),$$

где  $ARi(t)$  – избыточная доходность акций в день  $t$ ,  $Ri(t)$  – доходность акций компании в день  $t$ ,  $Rm(t)$  – доходность рынка (ожидаемая доходность акций) в день  $t$ .

Дневные доходности акций компании рассчитываются по формуле:

$$Ri(t) = (Pi(t) - Pi(t-1))/Pi(t-1),$$

где  $Ri(t)$  – доходность акций компании в день  $t$ ,  $Pi(t)$  – цена закрытия торгов по акции в день  $t$ ,  $Pi(t-1)$  – цена закрытия торгов по акции в день  $t-1$ .

Поскольку «ВымпелКом» является российской компанией, а ее акции в период конфликта котировались на Нью-Йоркской фондовой бирже, было необходимо определить «прокси» ожидаемой доходности акций данной компании ( $Rm(t)$ ). Для решения этой задачи была найдена корреляция между дневными доходностями акций «ВымпелКома» и дневными доходностями американского индекса NYSE Composite, индекса телекоммуникационной отрасли NASDAQ Telecommunications, российских индексов ММББ и РТС в период с 01.03.2005 по 01.03.2013 г. При расчете доходностей акций «ВымпелКома» и индексов NYSE Composite, NASDAQ Telecommunications брались цены открытия торгового дня. Из-за разницы во времени между Россией и США для расчета доходностей российских индексов брались цены закрытия торгового дня. Несмотря на то что «ВымпелКом» торгуется на Нью-Йоркской фондовой бирже, наибольшая статистическая взаимосвязь доходности акций компании наблюдается с доходностью российских индексов РТС (0,524) и ММББ (0,483) (корреляция с NYSE Composite составила 0,367, а с NASDAQ Telecommunications – 0,479). Поскольку индекс РТС рассчитывается в долларах и котировки «ВымпелКома» тоже долларовые, то корреляция доходности акций компании с индексом РТС ожидаемо выше, чем с доходностью индекса ММББ. В связи с этим в качестве «прокси» ожидаемой доходности акций «ВымпелКома» была выбрана доходность индекса РТС.

При расчете избыточной доходности «ВымпелКома» учитывалась разница во времени открытия фондовых бирж Нью-Йорка и Москвы в период конфликта, составляющая восемь часов. Исключением стали периоды 27.10.2011–27.03.2012 и 27.10.2012–27.03.2013, когда разница во времени составляла девять часов. В связи с этим в зависимости от времени выхода новости о конфликте, для расчета сверхдоходности были выбраны следующие данные:

- если новость о конфликте вышла с 00:00 по 01:00 (UTC NY), то использовалась разность между доходностью акций «ВымпелКома» на начало торгового дня и доходностью индекса РТС на начало торгового дня;
- если новость о конфликте вышла с 01:00 по 09:00 (UTC NY), то использовалась разность между доходностью акций «ВымпелКома» на начало торгового дня и индексом РТС на конец торгового дня;
- если новость о конфликте вышла с 09:00 по 10:00 (UTC NY), то использовалась разность между доходностью акций «ВымпелКома» на конец торгового дня и доходностью индекса РТС на конец торгового дня;
- если новость о конфликте вышла с 10:00 по 18:00 (UTC NY), то использовалась разность между доходностью акций «ВымпелКома» на конец торгового и доходностью индекса РТС на начало следующего торгового дня;
- если новость о конфликте вышла с 18:00 по 00:00 (UTC NY), то использовалась разность между доходностью акций «ВымпелКома» на начало следующего торгового дня и доходностью индекса РТС на начало следующего торгового дня.

Для расчета величины потерь рыночной стоимости компании вследствие конфликта акционеров полученные сверхдоходности акций компании в день выхода новостей о конфликте были умножены на капитализацию компании. Для тестирования выдвинутых гипотез была рассчитана *t*-статистика, значение которой сравнивалось с критическим значением *t* при 1%-, 5%-, 10%-ном уровнях значимости.

## Результаты исследования и их интерпретация

### *Приобретение ОАО «ВымпелКом» украинского сотового оператора «УРС»*

Поскольку в августе 2004 г. рынок позитивно отреагировал на объявление представителей компании «ВымпелКом» о намерении приобрести «УРС»— избыточная доходность акций «ВымпелКома» составила +2,33%), то было выдвинуто предположение, о том, что миноритарные акционеры одобряли идею выхода компании на рынок Украины. Исходя из этого предположения, в рассматриваемом конфликте акционеров о покупке компании «УРС», все новости о действиях, принятых Altimo в сторону заключения данной сделки, были оценены как «хорошие» (новости 1.9 – 1.12, 1.19), а новости, о действиях Telenor, препятствовавших совершению данной покупки, были оценены как «плохие» (новости 1.1, 1.2, 1.7). Предположение о позитивном отношении миноритарных акционеров к сделке по приобретению «ВымпелКомом» компании «Киевстар» было сделано, исходя из положительного значения избыточной доходности акций компании (+3,82%) после озвучивания предложения о покупке. Соответственно, новость об отзыве предложения о покупке «Киевстара» (1.17) была оценена как «плохая». Для двух новостей (1.8 и 1.14) не удалось сделать предположения о реакции рынка на данные новости.

Таблица 2

Избыточная доходность в дни публикации новостей о конфликте акционеров «ВымпелКома», март 2005 – июнь 2007 г.

№	Дата	Новость	Категория	Избыточная доходность
1.1	18.03.05	Telenor выступил против приобретения «ВымпелКомом» украинского оператора «Киевстар».	1↓	-0,34%
1.2	25.04.05	Совет директоров «ВымпелКома» отклонил сделку по приобретению «УРС».	1↓	-1,48%

1.3	13.05.05	Telenor обратился в ФАС с просьбой разрешить увеличить долю в «ВымпелКоме» с 26,6% голосующих акций до 45%.	2↑	4,13%
1.4	27.05.05	«Альфа-Групп» попросила у ФАС разрешения увеличить свою долю в сотовом операторе с 32,9% голосующих акций до 60% плюс 1 акция.	2↑	2,02%
1.5	07.06.05	Telenor обратилась к миноритарным акционерам «ВымпелКома» с просьбой не допустить, чтобы «Альфа-Групп» получила большинство мест в совете директоров оператора.	2↓	-1,54%
1.6	10.06.05	Главный исполнительный директор 2Альфа Телеком» заявил, что Telenor выдвигает своих бывших топ-менеджеров в совет директоров «ВымпелКома» под видом независимых кандидатов.	2↓	-0,39%
1.7	15.06.05	Совет директоров «ВымпелКома» не одобрил принципиального решения о приобретении миноритарной доли в «УРС».	1↓	-1,20%
1.8	26.08.05	Суд Киева запретил топ-менеджменту «Киевстара» исполнять обязанности до окончания рассмотрения иска, поданного ООО «Сторм» в суд Киева, с требованием изменить устав «Киевстара» и его соглашение с Telenor.	2	0,40%
1.9	08.09.05	Суд Южного округа Нью-Йорка отклонил иск Telenor, в котором истец просил запретить структурам «Альфа-Групп» голосовать на собрании акционеров российского сотового оператора «ВымпелКом» по вопросу о покупке компании «УРС».	1↑	2,50%
1.10	15.09.05	Внеочередное общее собрание акционеров «ВымпелКома» одобрило приобретение «УРС» в качестве сделки, в совершении которой имеется заинтересованность. Telenor ставит под сомнение законность этого решения.	1↑	0,25%
1.11	16.09.05	Совет директоров «ВымпелКома» подтвердил законность решения собрания акционеров по вопросу приобретения «УРС».	1↑	-1,96%
1.12	11.11.05	«ВымпелКом» подписал договор с «УРС» о приобретении украинской компании за 231,3 млн долларов.	1↑	0,06%
1.13	26.01.06	Telenor подала три исковых заявления в суд Москвы против «ВымпелКома». «Цель исков – минимизировать экономические убытки акционеров «ВымпелКома», которые они понесли в результате незаконной сделки по приобретению «УРС», – заявил исполнительный вице-президент Telenor Я. Тигесен.	2↓	-3,33%
1.14	13.02.06	«ВымпелКом» предложил Telenor и Altimo приобрести 100% акций «Киевстар» за 5 млрд долларов.	1	3,82%



1.15	21.02.06	S&P поместило рейтинги корпоративного управления РКУ-7 и РКУ-7,4 «ВымпелКома» в список GovernanceWatch с негативным прогнозом. Отношения между Telenor и «Альфа-Групп» в последнее время ухудшилась, что создает угрозу ослабления механизмов корпоративного управления, отмечается в заявлении S&P.	2↓	-6,69%
1.16	06.04.06	S&P сохранило рейтинг «ВымпелКома» в списке GovernanceWatch с негативным прогнозом в связи с продолжающимися переговорами между акционерами.	2↓	-1,66%
1.17	01.06.06	«ВымпелКом» отозвал предложение Telenor и Altimo о покупке за 5 млрд долл. 100% пакета «Киевстар».	1↓	4,16%
1.18	20.07.06	S&P понизило РКУ «ВымпелКома» до РКУ-6 вследствие конфликта основных акционеров и оставило рейтинг в списке на пересмотр с прогнозом «негативный». Как отмечается в пресс-релизе S&P, понижение рейтинга отражает риски, вызванные неспособностью основных акционеров компании разрешить затянувшийся конфликт.	2↓	-3,19%
1.19	05.06.07	ВАС РФ подтвердил действительность решения акционеров «ВымпелКома» по одобрению покупки «УРС».	1↑	-0,87%

*Примечание:* здесь и далее (в табл. 2, 3 и 4) избыточные доходности акций «ВымпелКома», которые не совпали с выдвинутыми предположениями о реакции рынка на новости о конфликте акционеров компании, выделены серым цветом.

В большинстве случаев (14 из 17 новостей) наши предположения о том, как рынок должен был отреагировать на ту или иную новость о конфликте акционеров, подтвердились. Исключением стали новости 1.11, 1.17, 1.19. Несовпадение предполагаемой реакции рынка с фактическим значением избыточной доходности после публикации новости 1.17 (новости об отзыве «ВымпелКомом» предложения о покупке 100%-ного пакета акций «Киевстара» за 5 млрд долларов), возможно, связано с неоправданно завышенной ценой сделки. Полученное положительное значение избыточной доходности акций компании в день объявления предложения о покупке (новость 1.14) может быть объяснено «надеждой» миноритарных акционеров на разрешение конфликта, в случае совершения сделки.

### **Конфликт, связанный с обвинением Telenor в ненадлежащем исполнении своих фидуциарных обязанностей при принятии решения о приобретении ОАО «ВымпелКом» украинского сотового оператора «УРС»**

17 апреля 2008 г. Farimex Products Inc. подало иск в Арбитражный суд Ханты-Мансийского округа против Telenor с требованием возместить ущерб в размере 3,8 млрд долларов, нанесенный «ВымпелКому» из-за затягивания процесса приобретения «УРС» (новость 2.1). Исходя из российской судебной практики, суды в подобных спорах выносили решения в пользу истца крайне редко. Вероятнее, поступок Fairmex Products Inc. мог лишь способствовать росту напряженности среди акционеров компании. На основании этого было сделано предположение о том, что рынок отреагирует отрицательно на иск Farimex Products Inc.

Однако решение Арбитражного суда было вынесено в пользу Farimex Products Inc. (новость 2.4).

По этой причине было сделано предположение о том, что миноритарные акционеры поменяют свое отношение к данному судебному разбирательству и воспримут эту новость положительно, поскольку возмещение в размере 2,82 млрд долларов (суд сократил сумму взыскания с 3,8 млрд) для компании с капитализацией в 30 млрд и чистой прибылью за первое полугодие 2008 г. в 1,07 млрд долларов могло стать материально значимым.

Объявление арбитражного апелляционного суда об аресте акций «ВымпелКома», принадлежащих Telenor и Altimо (новость 2.5), могло оцениваться рынком разнонаправленно. С одной стороны, возростала вероятность получения существенной выплаты в пользу компании «ВымпелКом» – это позитивный фактор; с другой стороны, арест влек за собой множество рисков (блокирование работы совета директоров, последующую продажу акций на открытом рынке по низкой цене, продажу акций неизвестному крупному инвестору и др.) – это негативный фактор. Исходя из этого, не представлялось возможным выдвинуть однозначные предположения о реакции рынка на объявления о введении органами надзора ограничительных мер на акции компании.

Предположение о позитивном отношении миноритарных акционеров к объединению «Вымпел-Кома» и «Киевстара» было сделано, исходя из положительного значения избыточной доходности акций компании (+8,27%) после озвучивания предложения о сделке (новость 2.16).

Таблица 3

**Избыточная доходность в дни публикации новостей о конфликте акционеров «ВымпелКома», апрель 2008 – апрель 2010 г.**

№	Дата	Новость	Категория	Избыточная доходность
2.1	17.04.08	Farimex Products направила иск против Telenor в Арбитражный суд Ханты-Мансийского округа с требованием о возмещении убытка в 3,8 млрд долларов, понесенным «ВымпелКомом» из-за затягивания акционерами компании покупки «УРС».	2↓	-5,19%
2.2	20.06.08	Telenor обратилась в федеральный окружной суд г. Нью-Йорка с требованием остановить работу по иску компании Farimex, направленному против Telenor.	2↓	-0,21%
2.3	13.08.08	Farimex Products увеличила сумму исковых требований к акционеру ОАО «ВымпелКом» Telenor до 6 млрд долларов.	2↓	-8,07%
2.4	18.08.08	Арбитражный суд Ханты-Мансийска вынес решение в пользу миноритарного акционера Farimex Products. Telenor должна возместить ущерб, нанесенный «ВымпелКомом», в размере 2,82 млрд долларов.	1↑	1,17%
2.5	27.10.08	Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска в качестве обеспечительных мер по ходатайству Farimex Products наложил арест на акции «ВымпелКома», принадлежащие Telenor и Altimо.	1↓	27,78%
2.6	29.10.08	Апелляционный арбитражный суд г. Омска удовлетворил ходатайство Altimо и снял арест с акций «ВымпелКома».	1	-7,11%
2.7	13.11.08	Altimо в открытом письме к Telenor обвинила оператора в действиях, направленных на подрыв деятельности Altimо. Telenor называла письмо Altimо безосновательным и абсурдным. Российская компания в свою очередь обвиняла норвежцев в том, что причиной попыток Telenor заблокировать сделку с «УРС» являлся конфликт интересов Telenor.	2↓	-8,51%
2.8	11.12.08	Telenor заявила, что в случае своего проигрыша компании Altimо в российских судах может потребовать от российского государства возмещения в размере 2,8 млрд долларов в международном арбитраже.	2↓	-7,33%
2.9	29.12.08	Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска отменил решение суда первой инстанции о взыскании с норвежской компании Telenor 2,8 млрд долларов в пользу «ВымпелКома» и назначил пересмотр дела.	1	-0,56%
2.10	20.02.09	Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска принял решение о взыскании с Telenor в пользу «ВымпелКома» 1,73 млрд долларов, снизив сумму с 2,8 млрд долларов.	1	-2,73%

2.11	04.03.09	Telenor подала кассационную жалобу на решение Восьмого арбитражного апелляционного суда г. Омска, обязавшего Telenor выплатить 1,73 млрд долларов в пользу «ВымпелКома».	1	-1,69%
2.12	11.03.09	Федеральный суд Южного округа г. Нью-Йорка назначил «Альфа-Групп» штраф, который может превысить 12 млрд долларов, за неисполнение его предыдущих решений. «Альфа-Групп» отрицает связь между арестом акций «ВымпелКома» и решением нью-йоркского суда, так же как и свою связь с Farimex.	2↓	-3,72%
2.13	12.03.09	Судебные приставы РФ арестовал 29,9% акций «ВымпелКома», принадлежащие Telenor. Предписание об аресте акций было направлено на защиту интересов Farimex Products, по иску которой суд обязал Telenor выплатить 1,73 млрд долларов в пользу «ВымпелКома».	1	-3,49%
2.14	24.03.09	Федеральный арбитражный суд Западно-Сибирского округа отказал Telenor в удовлетворении ходатайства о приостановлении исполнения решения суда о взыскании в пользу «ВымпелКома» 1,73 млрд долларов.	1	-1,41%
2.15	03.04.09	Министерство юстиции Норвегии приняло запрос о вручении Telenor постановления российских судебных приставов, согласно которому Telenor должен выплатить «ВымпелКому» 1,73 млрд долларов.	1	-3,66%
2.16	08.04.09	«Альфа-Групп» предлагает Telenor создать на базе сотовых операторов «ВымпелКом» и «Киевстар» объединенную компанию, акции коотрой партнеры будут контролировать на паритетных началах, за исключением акций, которые торгуются на NYSE.	1	8,27%
2.17	08.04.09	Первый вице-премьер РФ И. Шувалов официально заявил о том, что Правительство РФ не станет вмешиваться в конфликт акционеров «ВымпелКома».	2↑	7,67%
2.18	27.04.09	Федеральный суд г. Нью-Йорка постановил, что «Альфа-Групп» выполнила предыдущее предписание суда. Ранее судья окружного суда Д. Линч присудил «Альфа-Групп» ежедневные возрастающие штрафы за неподчинение суду.	2↑	5,79%
2.19	28.04.09	Федеральный арбитражный суд Западно-Сибирского округа г. Тюмень отказал Telenor в приостановлении исполнения судебного иска, по которому Telenor должен выплатить 1,73 млрд долларов в пользу российского сотового оператора «ВымпелКом».	1	-9,99%
2.20	06.05.09	Telenor начала переговоры о разделе активов с крупнейшим акционером оператора – «Альфа-Групп».	2↑	2,34%
2.21	14.05.09	Первый вице-премьер В. Зубков сообщил, что переговоры по урегулированию конфликта акционеров «ВымпелКома» ведутся интенсивно, и высказал надежду на «компромиссное разрешение внутрикорпоративного спора между его сторонами». Он также напомнил, что при обращении компаний в суд дело рассматривается в рамках судебной системы, в которую исполнительная власть вмешиваться не имеет права.	2↑	13,74%
2.22	18.05.09	Farimex инициировала расследование Антимонопольного комитета Украины против Telenor и «Киевстара».	2↓	-6,95%
2.23	19.05.09	В.В. Путин, по итогам переговоров с премьер-министром Норвегии Й. Столтенбергом заявил, что видит задачу властей РФ в споре между Telenor, «Альфа-Групп» и «ВымпелКомом» в обеспечении его разрешения в правовом пространстве.	2↑	3,38%
2.24	21.05.09	Главный судебный пристав А. Парфенчиков заявил, что его служба в ближайшее время не планирует выставлять на торги принадлежащий Telenor пакет акций «ВымпелКома», которые сейчас находятся под арестом.	1	1,18%
2.25	22.05.09	Судебный пристав-исполнитель московского управления ФССП вынес постановление о привлечении специалиста для определения порядка реализации акций «ВымпелКома», принадлежащих норвежской компании Telenor.	1	-3,84%
2.26	28.05.09	Telenor направил иск в суд Южного округа г. Нью-Йорка, в котором указывает на аффилированность Farimex с «Альфа-Групп». Следовательно, Farimex обязана выполнять соглашение крупнейших акционеров «ВымпелКома» – все судебные разбирательства между этими акционерами должны рассматриваться в арбитражном суде г. Женевы или г. Нью-Йорка.	2	6,51%

2.27	03.06.09	Арбитражный суд Москвы отказался приостановить исполнительное производство по делу о взыскании с норвежской Telenor 1,73 млрд долларов в пользу «ВымпелКома».	1	-2,86%
2.28	08.06.09	ФССП подготовила все необходимые документы для продажи на биржевых торгах 26,6 акций «ВымпелКома», принадлежащих Telenor и арестованных в рамках исполнительного производства о взыскании с норвежской компании 1,73 млрд долларов в пользу «ВымпелКома».	1	-8,95%
2.29	10.06.09	Старший вице президент Altimo К. Бабаев сообщил, что Altimo не планирует участвовать в возможной продаже на биржевых торгах 26,6% акций «ВымпелКома», принадлежащих Telenor.	2↓	-0,92%
2.30	19.06.09	ФССП РФ вынесла постановление о выставлении на продажу арестованных акций Telenor в «ВымпелКом».	1	-1,64%
2.31	23.06.09	Глава Минкомсвязи РФ И. Щеголев заявил, что РФ не имеет возможности воздействовать на конфликт акционеров «ВымпелКома», так как со стороны российского государства нет участия в этом операторе.	2↑	-2,94%
2.32	26.06.09	Telenor согласен с предложением «Альфа-Групп» объединить «ВымпелКом» и «Киевстар» и не настаивает на контроле в новой компании.	1↑	4,49%
2.33	30.06.09	«Альфа-Групп» сообщила о прекращении переговоров с Telenor по поводу объединения «ВымпелКома» и «Киевстара».	1↓	-1,74%
2.34	28.07.09	Арбитражный суд Москвы признал действительным постановление ФССП о передаче принадлежащих Telenor акций «ВымпелКома» Росимуществу для последующей продажи.	1	-1,96%
2.35	06.08.09	Девятый арбитражный апелляционный суд г. Москвы отказался приостановить исполнительное производство по делу о взыскании с Telenor , 1,73 млрд долларов в пользу «ВымпелКома».	1	-0,28%
2.36	05.10.09	Telenor и Altimo договорились об объединении «ВымпелКома» и «Киевстара» с созданием одного из крупнейших операторов сотовой связи на развивающихся рынках.	1↑	9,20%
2.37	06.10.09	Девятый апелляционный арбитражный суд отклонил жалобу Telenor на постановление ФССП о передаче принадлежащих компании 26,6% акций «ВымпелКома» Росимуществу для последующей продажи.	1	0,21%
2.38	14.10.09	Рейтинговое агентство Moody's повысило прогноз по рейтингу «ВымпелКома» с «негативного» до «стабильного». «Перемирие акционеров – один из факторов, благодаря которым был повышен прогноз по рейтингу», – заявил представитель Moody's.	2↑	1,25%
2.39	15.10.09	Девятый арбитражный апелляционный суд г. Москвы оставил в силе решение арбитражного суда г. Москвы, который ранее подтвердил законность постановления судебных приставов о взыскании с норвежской компании Telenor исполнительского сбора в размере 4,023 млрд рублей за реализацию арестованного пакета акций «ВымпелКома».	1	0,13%
2.40	16.04.10	Fatimeх отозвала свой иск, после чего Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска отменил принятое ранее решение о взыскании с Telenor 1,73 млрд долларов в пользу «ВымпелКома».	1	1,42%

В большинстве случаев (19 из 21 новости) выдвинутые предположения о реакции рынка на ту или иную новость о конфликте акционеров подтвердились. Исключение составили новости 2.5 и 2.31.

Несовпадение предполагаемой реакции рынка с фактической избыточной доходностью наблюдалось после публикации новости о том, что восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска наложил арест на акции «ВымпелКома», принадлежащие Telenor и Altimo (новость 2.5). Столь значительное отклонение (+27,78%) от всех остальных найденных значений избыточной доходности нельзя объяснить одной лишь новостью о конфликте акционеров. Поскольку других значимых новостей для компании «ВымпелКом» в период появления вышеупомянутой новости опубликовано не было, то данное отклонение можно объяснить высокой разнонаправленной волатильностью рынка и акций «ВымпелКома» вследствие мирового финансового кризиса 2008–2010 гг.

Анализ реакции рынка на публикацию новостей, связанных с арестом ФССП доли Telenor в «ВымпелКоме» для последующей продажи и возмещения ущерба в пользу «ВымпелКома» (новости 2.6, 2.9–2.11, 2.13–2.15, 2.19, 2.24–2.28, 2.30, 2.34, 2.35, 2.37–2.40) позволяет сделать вывод о том, что

ожидания инвесторов относительно рисков, связанных с арестом акций компании «ВымпелКом», значительно превзошли ожидания инвесторов в отношении поступления денежных средств, назначенных судом, от Telenor в качестве компенсации «ВымпелКому».

### **Конфликт, связанный с объединением ОАО «ВымпелКом» с телекоммуникационным конгломератом Weather Investments**

В связи с тем что после объявления «ВымпелКома» о намерении провести слияние с компанией Weather Investments избыточная доходность акций «ВымпелКома» была отрицательной, было сделано предположение о негативном отношении рынка к данной сделке.

Новости о подаче иска Telenor против «ВымпелКома» и Altimo в коммерческий суд Лондона о принятии обеспечительных мер, обязывающих «ВымпелКом» выпустить в пользу Telenor дополнительные акции в случае осуществления сделки по слиянию с Weather Investments (новости 3.3, 3.5) были отнесены ко второй категории новостей. Это связано с тем, что действия, предпринятые Telenor в данном случае, были направлены на защиту собственных интересов, а не миноритарных акционеров в целом.

Таблица 4

**Избыточная доходность в дни публикации новостей о конфликте акционеров «ВымпелКома»,  
декабрь 2010 г. – март 2011 г.**

№	Дата	Новость	Категория	Избыточная доходность
3.1	20.12.10	Telenor выступает против объединения «ВымпелКома» и Weather Investments.	1↑	3,76%
3.2	17.01.11	Совет директоров «ВымпелКома» принял решение о выпуске до 325,6 млн новых обыкновенных акций и дополнительных 305 млн новых привилегированных акций компании в пользу владельцев Weather Investments.	1↓	-3,21%
3.3	31.01.11	Telenor инициировал арбитражное разбирательство против «ВымпелКома» и Altimo, направив иск в коммерческий суд г. Лондона с просьбой принять обеспечительные меры, которые обяжут «ВымпелКом» выпустить в пользу Telenor акции в соответствии с ее правом на их преимущественное приобретение одновременно с выпуском акций «ВымпелКома» в пользу Wind Telecom.	2↓	-1,30%
3.4	08.02.11	Telenor призывает миноритарных акционеров «ВымпелКома» голосовать против слияния компании с Wind Telecom.	1↑	2,04%
3.5	01.03.11	Коммерческий суд Лондона отклонил ходатайство Telenor о применении судебного запрета на проведение собрания акционеров «ВымпелКома», пока «ВымпелКом» не согласится выпустить в пользу Telenor новые акции в соответствии с ее преимущественными правами.	2↑	0,53%
3.6	17.03.11	Акционеры «ВымпелКома» одобрили сделку по приобретению компании Wind Telecom на внеочередном собрании, а так же согласились на увеличение уставного капитала компании путем выпуска дополнительных 325 млн 639,827 тыс. обыкновенных и 305 млн конвертируемых привилегированных акций в пользу владельцев Wind Telecom.	1↑	-1,99%

В большинстве случаев (5 из 6 новостей) выдвинутые предположения о реакции рынка на ту или иную новость о конфликте акционеров подтвердились. Исключение составила новость 3.6.

## Конфликт, связанный с увеличением доли Telenor в уставном капитале ОАО «ВымпелКом»

Поскольку данный конфликт не имеет экономической составляющей для компании «ВымпелКом» и ее миноритарных акционеров (за исключением новости 4.10), то все новости о развитии конфликта должны были оцениваться рынком негативно.

На основании того что компанией Telenor при покупке акций «ВымпелКома» был нарушен договор, согласно которому Altimo и Telenor в течение пяти лет не имели права до 2014 г. увеличивать свои доли в «ВымпелКоме», а также того, что был нарушен российский закон об иностранных инвестициях в компании, имеющие стратегическое значение, было сделано предположение о том, что новости об увеличении доли Altimo в «ВымпелКоме» воспринимались рынком как «восстановление справедливости» (положительно).

Объявление о покупке Altimo 1,4% акций «ВымпелКома» (новость 4.11) была отнесена к первой категории новостей со знаком «плюс». Это решение связано с тем, что часть акций «ВымпелКома» (23,45 млн акций) была скуплена Altimo на открытом рынке, что могло в свою очередь вызвать краткосрочный рост рыночной стоимости акций компании «ВымпелКом».

Таблица 5

**Избыточная доходность в дни публикации новостей о конфликте акционеров «ВымпелКома»,  
апрель 2012 – декабрь 2012 г.**

№	Дата	Новость	Категория	Избыточная доходность	Изменение стоимости, млрд долл.
4.1	19.04.12	ФАС РФ подала иск против Telenor в Арбитражный суд г. Москвы, требуя признать недействительным приобретение Telenor акций «ВымпелКома» у компании Weather Investments.	2↓	-2,16%	-0,36
4.2	24.04.12	Арбитражный суд Москвы наложил обеспечительные меры на акции «ВымпелКома» в рамках иска ФАС к ее акционерам. Суд запретил компаниям Telenor и Weather Investment голосовать своими акциями в «ВымпелКоме» по ряду вопросов, в частности вносить изменения в совет директоров компании, а также реализовывать опционное соглашение между акционерами.	2↓	-2,39%	-0,38
4.3	05.06.12	Altimo обвиняет Telenor и Weather в нарушениях в рамках сделки по выкупу акций «ВымпелКома».	2↓	-0,56%	-0,07
4.4	13.06.12	Telenor подала иск в Верховный суд Бермудских островов, требуя признать, что сделка по покупке акций «ВымпелКома» у Н. Савириса не обязывает компанию делать обязательное тендерное предложение.	2↓	-1,86%	-0,24
4.5	05.07.12	«Корпоративное управление «ВымпелКома» полностью остановлено» – заявил глава «Telenor Европы» Ш. Мортен Йонсен о конфликте с «Альфа-Групп».	2↓	-2,45%	-0,32
4.6	15.08.12	Altimo приобретает у Weather Investments 305 млн обыкновенных акций «ВымпелКома» (14,8% голосов). В результате сделки с Н. Савирисом и ряда других сделок на рынке доля Altimo увеличится до 40,5% голосов.	2↑	9,96%	1,57
4.7	21.08.12	Вице-президент Altimo Е. Думалкин заявил, что доля Telenor в «ВымпелКоме» выше декларируемой: Telenor, при исполнении опциона по выкупу доли Н. Савириса, будет контролировать 45% акций «ВымпелКома», так как с учетом исполненного опциона Telenor будет принадлежать 43% акций. Еще около 2% принадлежат норвежским государственным фондам, у которых с Telenor один контролирующий акционер — Норвежское королевство.	2↓	-3,26%	-0,56

4.8	04.09.12	Депутаты Госдумы РФ написали премьер-министру Д. Медведеву, генпрокурору Ю. Чайке, главе ФАС И. Артемьеву, а также руководству Минкомсвязи, МЭР, ВАС, МИД и ФССП письма, в которых выразили обеспокоенность увеличением доли иностранных инвесторов в «ВымпелКоме».	2↓	-0,96%	-0,17
4.9	14.09.12	ФССП в присутствии спецназа вручила российскому представительству норвежской компании Telenor требование предоставить информацию об исполнении опциона на выкуп 3,5% акций «ВымпелКома» у Weather Investments .	2↓	-7,37%	-1,44
4.10	24.09.12	Девятый Арбитражный суд Москвы отказал Telenor в удовлетворении апелляционной жалобы на определение суда первой инстанции об обеспечительных мерах по иску ФАС к акционерам «ВымпелКома».	2↓	-0,60%	-0,11
4.11	05.10.12	Altimo увеличила свою долю в «ВымпелКоме» до 41,9% с 40,5%, купив 27,2 млн обыкновенных акций на общую сумму 273,8 млн долларов. Наибольший пакет (23,45 млн акций) был приобретен на открытом рынке за 273,8 млн долларов, 1,614 млн акций были куплены у Natixis за 17,76 млн долларов, 288,042 тыс. акций – у Thursday Holding за 3,168 млн долларов и 1,86 млн обыкновенных акций – у East Capital за 22,29 млн долларов.	1↑	-3,57%	
4.12	26.10.26	Altimo договорился с компанией Bertofan Investments Limited о покупке 123,6 млн привилегированных акций «ВымпелКома», в результате чего доля Altimo может вырасти с 41,9% до 47,85%.	2↑	-0,05%	-0,01
4.13	31.10.12	ФАС направил в правительство письмо, в котором указывается, что сложившееся на сегодня распределение долей в «ВымпелКоме» между Telenor и Altimo является в целом благоприятным для интересов России. Тем самым создаются условия для отзыва иска ФАС о признании недействительными сделок Telenor по увеличению доли в «ВымпелКоме».	2↑	1,17%	0,20
4.14	23.11.12	ФАС РФ отозвала исковое заявление, поданное к Telenor в Арбитражный суд Москвы, о признании сделок по выкупу акций «ВымпелКома», обеспечительные меры по иску сняты.	2↑	-1,35%	-0,24
4.15	21.12.12	Altimo закрыла сделку по приобретению 123,6 млн привилегированных акций «ВымпелКома» у компании Bertofan Investments Limited украинского бизнесмена В. Пинчука.	2↑	-1,28%	-0,23

В большинстве случаев (11 из 14 новостей) выдвинутые предположения о реакции рынка на ту или иную новость о конфликте акционеров подтвердились. Исключение составили новости 4.11, 4.12, 4.14, 4.15.

Несовпадение предполагаемой реакции рынка с фактическими значениями избыточной доходности акций компании после публикации новостей о наращивании доли Altimo в компании (новости 4.11, 4.12, 4.15), возможно, было связано с тем, что рынок сменил свое отношение к сложившейся ситуации в связи с агрессивными действиями ФССП, представляющей интересы Altimo.

Отсутствие в данном конфликте «экономических неопределенных» и «неэкономических неопределенных» новостей (категории 1 и 2) позволило рассчитать величину потерь рыночной стоимости компании вследствие данного конфликта акционеров.

Исключение из расчетов новости о покупке Altimo 23,45 млн акций на открытом рынке (новость 4.11, экономическая новость) позволило оценить изменение стоимости акций «ВымпелКома» вследствие новостей о конфликте не влияющих на финансовый результат компании (неэкономических новостей). Для расчета величины потерь рыночной стоимости «ВымпелКома» вследствие данного конфликта акционеров сверхдоходность за рассматриваемый период была умножена на капитализацию компании в начале периода.

Потери капитализации «ВымпелКома» в результате конфликта между Altimo и Telenor (период с апреля 2012 по декабрь 2012 г.) оцениваются в 3,66 млрд долларов или более 21% от капитализации на момент возникновения спора в апреле 2012 года. При этом рост капитализации в результате урегулирования спора с августа по декабрь 2012 года можно оценить в 1,3 млрд долларов. На основе данных результатов был сделан вывод о том, что конфликт между Altimo и Telenor даже с учетом урегулирования спора стоил акционерам «ВымпелКома» около 2,35 млрд долларов (рис. 1). Отсутствие прямых расходов «ВымпелКома» (юридические расходы несли акционеры компании) в данном конфликте, свидетельствует об асимметричном изменении рыночной стоимости компании «ВымпелКом» и репутационных издержках.

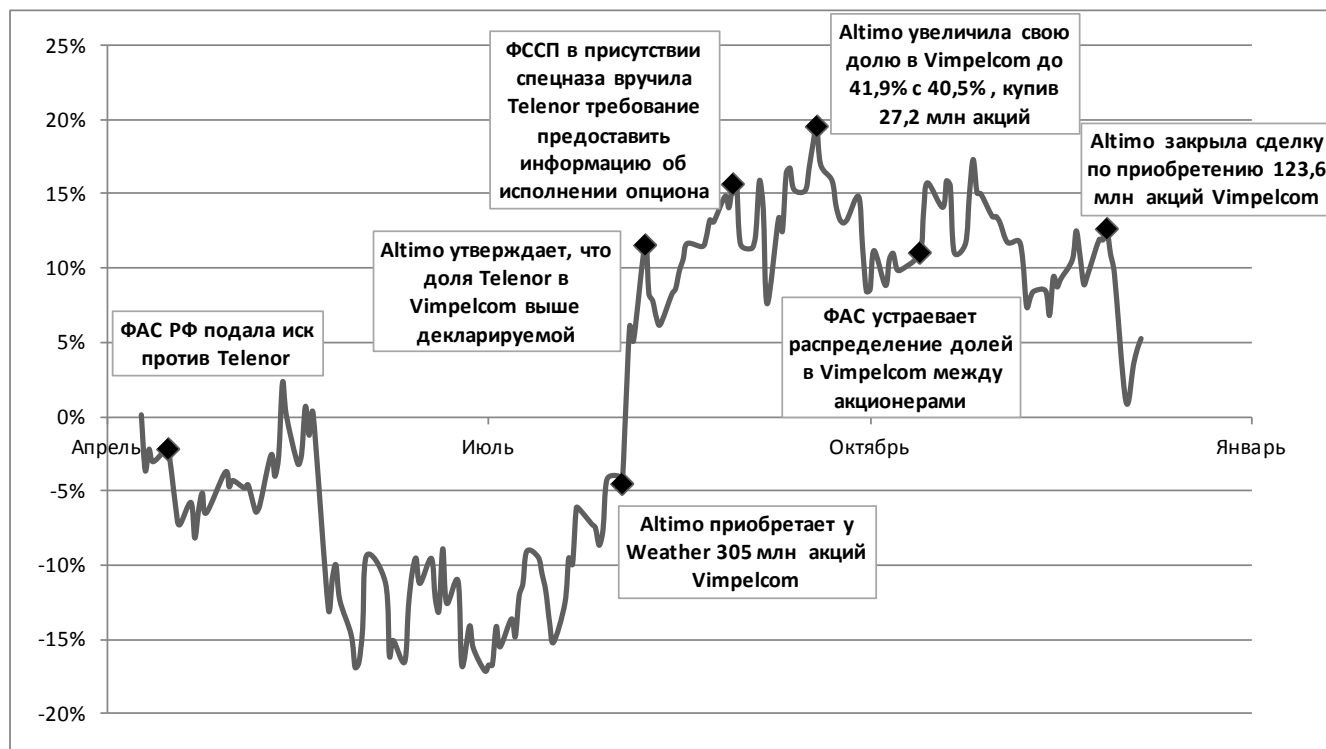


Рисунок 1. Динамика избыточной доходности акций компании «ВымпелКом», апрель 2012г. – декабрь 2012 г.

### Тестирование значимости полученных результатов

Результаты тестирования нашей гипотезы представлены в таблице 6. Значение сверхдоходности в дни публикации новостей о конфликте акционеров компании «ВымпелКом» является значимыми на 1%-ном уровне, как в случае новостей, свидетельствующих о «разгорании» конфликта, так и в случае новостей, свидетельствующих об его урегулировании. Следовательно, гипотеза о том, что новости о «разгорании» конфликта акционеров компании «ВымпелКом» имели значимый негативный эффект на рыночную стоимость компании, а новости об его урегулировании – значимый позитивный, подтвердилась.

Таблица 6

Избыточная доходность акций «ВымпелКома» в дни публикации негативных новостей

	Объявления о разгорании конфликта	Объявления об урегулировании конфликта
Количество наблюдений	30	29
Среднее значение сверхдоходности	-3,88%	3,23%
t-наблюдаемая	-4,03	4,69
t-критическая (при 1%-ном уровне значимости)	-2,75	2,76



При рассмотрении конфликта акционеров в ОАО «ВымпелКом» было выявлено, что новости о разгоре конфликта акционеров компании (среднее значение сверхдоходности акций при публикации «плохих» новостей составило -3,88%) имели значимое на 1%-ном уровне значимости негативное влияние на рыночную стоимость компании, а новости об урегулировании конфликта акционеров компании (среднее значение сверхдоходности акций при публикации «хороших» новостей составило 3,23%) имели значимое на 1%-ном уровне значимости позитивное влияние на рыночную стоимость компании.

Из 80 новостей о конфликте акционеров компании «ВымпелКом» удалось выдвинуть 59 предположений о реакции рынка на ту или иную новость. Выдвинутые предположения подтвердились в 49 из 59 случаев. Таким образом, методология прогнозирования реакции рынка позволяет предсказать движение котировок в большинстве случаев.

Оценка последствий конфликта между Altimo и Telenog выявила избыточное снижение капитализации «ВымпелКома» в размере 2,35 млрд долларов. С учетом небольших прямых расходов «ВымпелКома» в данном конфликте и итогового урегулирования спора можно сделать вывод о том, что компания «ВымпелКом» понесла существенные репутационные потери вследствие конфликта акционеров.

### Список литературы

1. Bhagat, S., Bizjak, J., Coles, J.L. (1998), The Shareholder Wealth Implications of Corporate Lawsuits, *Financial Management*, 4(27) (1998)5– 27.
2. Bhagat, S., Brickley, J.A., Coles, J.L. (1994), The costs of inefficient bargaining and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 35 (1994) 221–247.
3. Cutler, D.M., Summers, L.H. (1988), The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil, *The RAND Journal of Economics*, 2(19) (1988) 157–172.
4. Dann, L., DeAngelo, H. (1983), Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 11(1983) 275–330.
5. Engelmann, K., Cornell, B. (1988), Measuring the Cost of Corporate Litigation: Five Case Studies, *The Journal of Legal Studies*. 2(17) (1988) 377–399.
6. Fama, E. (1976), *Foundations of Finance*. P. 133.
7. Fields, M.A. (1990), The Wealth Effects of Corporate Lawsuits, *Pennzoil v. Texaco*, *Journal of Business Research*, 21 (1990) 143–158.
8. Giammarino, R., Heinkel, R., Hollifield, B. (1997), Defensive Mechanisms and Managerial Discretion. *The Journal of Finance*, 4 (1997).
9. Hertzfel, M.G., Smith, J.K. (1993), Industry Effects of Interfirm Lawsuits: Evidence from “Pennzoil v. Texaco”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, 2(9) (1993). – 425–444.
10. Karpoff, J.M., Lee, D.S., Martin, G.S. (2008), The Cost to Firms of Cooking the Books, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (2008) 581–612.
11. Karpoff, J.M., Lott, J.R. (1993), The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud, *Journal of Law and Economics*, 2(36) (1993) 757–802.
12. Karpoff, J.M., Lott, J.R., Rankine, G. (1999), Environmental Violations, Legal Penalties, and Reputation Costs, *John M. Olin law & economics working paper*, № 2.
13. Koku, P.S., Qureshi, A.A. (2006), Analysis of the Effects of Settlement of Interfirm Lawsuits. *Managerial and Decision Economics*. 27(2006) 307–318.
14. Koku, P.S., Qureshi, A. A., Akhigbe, A. (2001), The effects of news on initial corporate lawsuits, *Journal of Business Research*, 53 (2001) 49–55.

15. Matvos, G., Ostrovsky, M. (2008), Cross-ownership, returns, and voting in mergers. *Journal of Financial Economics*, 89 (2008) 391–403.
16. Mikkelsen, W., Ruback R. (1991), Targeted repurchases and common stock returns. *The Rand Journal of Economics*, 22 (1991) 544–561.
17. Mnookin, R.H., Wilson, R.B. (1989), Rational Bargaining and Market Efficiency: Understanding *Pennzoil v. Texaco*, *Virginia Law Review* 2(75) (1989) 295–334.
18. Murdock, V. (1875), *City of Memphis*. №87.
19. Raymond, A.K., Cox, D.B., Means, Jr. (1999), The Capital Market Reaction to Lawsuits: Some Additional Evidence, *International Journal of Commerce and Management*, 9 (1999) 45–58.
20. Simpson, D. P., Rubin, P.H. (2002), The Effects of Product Liability Litigation on the Value of Firms, *American Law and Economics Review*, 1(4) (2002) 44–87.