



## БОНУСЫ И ДИВИДЕНДЫ

Экономический кризис и обвал цен на углеводородное сырье не помешали нефтегазовым компаниям России завершить 2008 год с хорошими финансовыми результатами. Распределение прибыли стало главной интригой годовых собраний акционеров.

Пример государства, решившего ограничить уровень дивидендов в контролируемых им компаниях, на акционеров частных компаний впечатления не произвел. Если «Газпром» сократил дивиденды в 7,4 раза, то «Славнефть» и «Башнефть» увеличили выплаты в разы. ТНК-ВР отдала акционерам практически всю прибыль минувшего года.

«Газпром нефть» отказала членам совета директоров в вознаграждении по итогам года, а «Роснефть» вместо денег решила расплатиться с директорами акциями. Однако другие компании отрасли довольно щедро одарили своих директоров. Впрочем, и эти выплаты выглядят скромно на фоне бонусов, которые начислены топ-менеджерам.

Можно легко убедиться, что ни размер компании, ни результаты ее работы, ни общеэкономическая ситуация отнюдь не являются решающими факторами, определяющими уровень доходов топов.

**В** Бюджетном послании Федеральному собранию президент РФ Д.Медведев подчеркнул, что при распределении прибыли приоритет должен отдаваться не поощрительным выплатам руководству компаний, а выплатам дивидендов акционерам. Ранее, в апреле, он призвал топ-менеджеров умерить аппетиты в условиях кризиса: «Нужно вести себя прилично в этой ситуации». Любопытно посмотреть, как на эти рекомендации откликнулись компании нефтегазового комплекса страны.

## Дивиденды

В стандартный набор антикризисных мер входит рекомендация экономить на дивидендах. Предполагается, что акционеры должны поступиться сиюминутными выгодами в пользу обеспечения устойчивости бизнеса в трудные для экономики времена.

Самым лояльным в этом смысле акционером оказалось государство. Российское правительство предложило более чем вдвое снизить поступления дивидендов от компаний с государственным участием — до 24,8 млрд рублей по сравнению с фактическими поступлениями прошлого года в размере 53,2 млрд рублей.

Деньги решено оставить компаниям в качестве господдержки. Наиболее масштабную поддержку такого рода получил «Газпром», чьи дивиденды по итогам 2008 года сократились в 7,4 раза. Напротив, «Роснефть» увеличила дивидендные выплаты — исключение сделано для компании, акционерами которой по результатам «народного» IPO стали около 150 тыс. «простых» россиян.

Нужно признать, что идея экономии на дивидендах не получила широкой поддержки в нефтегазовых компаниях страны. Из частных ВИНК на выплатах акционерам сэкономили только «Татнефть» и «РуссНефть». Впрочем, последняя из названных не платила дивиденды и в самые благополучные времена, а «Татнефть» уменьшила отчисления на дивиденды соразмерно падению прибыли.

В то же время «Славнефть» увеличила размер дивидендов в 4,4 раза к прошлогоднему уровню, а «Башнефть» — в 3 раза. В первом случае причиной стал более чем пятикратный рост прибыли («Славнефть», фактически являющаяся придатком двух других нефтяных компаний — «Газпром нефти» и ТНК-ВР, — на протяжении ряда лет демонстрирует парадоксальные результаты финансово-хозяйственной деятельности).

Во втором — смена собственника: перед продажей прежний главный владелец по максимуму выгреб прибыль через промежуточные дивиденды, а потом и новый хозяин поторопился вернуть часть вложений в приобретение.

Самыми щедрыми оказались ТНК-ВР, «Славнефть» и «Башнефть». На выплату дивидендов они выделили 99,7%, 96,6% и 92,2% чистой прибыли соответственно. Доля мелких акционеров в этих компаниях минимальна, а держатели крупных пакетов акций решили себя не обижать.

Вряд ли можно назвать конструктивной позицию ключевых акционеров этих компаний, которые в разгар финансового кризиса вынули из бизнеса практически всю прибыль, да еще и в условиях, когда получить дешевые кредиты стало практически невозможно. Правда, в случае со «Славнефтью» можно считать, что акционеры умерили аппетиты: годом ранее на дивиденды было расплано 113,7% фактической чистой прибыли.

Впрочем, за исключением контролируемых государством «Газпрома» и «Роснефти», которые отдали на дивиденды 4,93% и 14,4% чистой прибыли по РСБУ, никто из ВИНК страны акционеров сильно не обижал. «Сургутнефтегаз» выделил на дивиденды 22% чистой прибыли, «Татнефть» — 30%, «Газпром нефть» — 36,3%. Другие — и того больше (за исключением «РуссНефти», которая, как уже было сказано, дивиденды не платит вовсе).

Приходится признать, что по сравнению с прошлым годом на дивиденды ушла значительно большая часть чистой прибыли

нефтяных компаний. Тогда вторым по щедрости после «Славнефти» был ЛУКОЙЛ (56,5% чистой прибыли по РСБУ). В среднем, на дивиденды выделялось 35–40% чистой прибыли.

## Российское правительство предложило более чем вдвое снизить поступления дивидендов от компаний с государственным участием. Деньги решено оставить компаниям в качестве господдержки

Особняком стояла «Роснефть», направившая на выплаты акционерам 10,5% чистой прибыли. Складывается впечатление, что, реагируя на кризис, ключевые негосударственные акционеры ведущих компаний отрасли решили набить личные подушки финансовой безопасности, мало заботясь о финансовой устойчивости и развитии бизнеса своих компаний.

## «Газпром» сократил дивиденды по итогам 2008 года в 7,4 раза. «Роснефть», у которой 150 тыс. «народных» акционеров, выплаты увеличила на 20%

Что касается дивидендной доходности, показателя эффективности вложения денег в акции, то она как была, так и осталась крайне низкой. Акционеры «Газпрома» получили в форме дивидендов 0,24% текущей стоимости акций, «Роснефти» — менее 1%, НОВАТЭКа — 1,8%. Самым вы-

## Идея экономии на дивидендах не получила широкой поддержки в нефтегазовых компаниях страны. Из частных ВИНК на выплатах акционерам сэкономили только «Татнефть» и «РуссНефть»

годным вложением с точки зрения дивидендной доходности оказались привилегированные акции «Сургутнефтегаза» (15%) и «Татнефти» (11%).

Отраслевым рекордом прошлого года были привилегиро-

ванные акции «Татнефти» (6,5%). Но на фоне стабильно растущей стоимости акций уровень дивидендной доходности не был значимым фактором.

**«Славнефть» увеличила размер дивидендов в 4,4 раза к прошлогоднему уровню, а «Башнефть» — в 3 раза. ТНК-ВР выделила на выплаты акционерам 99,7% чистой прибыли**

А по итогам прошлого года, отмеченного обвальным падением капитализации компаний отрасли, как и всего фондового рынка, пришло понимание, что вкладывать деньги в банковские

**Дивидендная доходность остается крайне низкой. Акционеры «Газпрома» получили 0,24% текущей стоимости акций, «Роснефти» — менее 1%, НОВАТЭКа — 1,8%. Приятное исключение — привилегированные акции «Сургутнефтегаза» (15%) и «Татнефти» (11%)**

депозиты много выгоднее и надежнее, чем в акции. Это особенно горько осознавать участникам «народных» IPO, которые рассчитывали приобрести к крупному бизнесу и хорошо заработать на этом.

#### **Корпоративные особенности**

Дивидендная политика «Газпрома» предполагает, что на выплаты акционерам должно расходоваться около 17,5% чистой

**Акционеры, серьезно пострадавшие от обвала фондового рынка, особенно ревностно соизмеряли свои потери с размером вознаграждений членам советов директоров**

прибыли по РСБУ. По итогам прошлого года прибыль газового гиганта сократилась вдвое. Ис-

ходя из этого, менеджмент компании предлагал ополвинить размер дивидендных выплат относительно предыдущего года. Однако в преддверии заседания совета директоров, посвященного подготовке к годовому собранию, пришла правительственная директива снизить долю прибыли, направляемой на дивиденды, до 5%.

В результате на каждую акцию было начислено по итогам 2008 года всего 36 копеек по сравнению с 2,66 рубля годом ранее. Нынешние дивиденды упали до уровня 2001 года, когда их размер составлял 30 копеек. Из 173,02 млрд рублей чистой прибыли 2008 года на дивиденды будет потрачено 8,52 млрд рублей. Сумма экономии, которая пойдет на финансирование инвестиционных программ, составит 21,76 млрд рублей.

Как пояснила министр Э.Набиуллина, позиция государства состоит в том, что инвестиционные программы, поскольку они создают задел на будущее, должны выполняться. К этому можно добавить, что «Газпром» переживает не лучшие времена. По итогам первого квартала 2009 года прибыль сократилась почти в 3,5 раза. На заемные деньги было приобретено у ENI 20% акций «Газпром нефти», больших расходов требуют крупные инвестиционные проекты. Поэтому миллиарды, сэкономленные на дивидендах, для компании станут существенной поддержкой.

«Транснефть» четко следует принципу отдавать владельцам привилегированных акций 10% чистой прибыли. По итогам прошлого года она снизилась на 8%, до 3,68 млрд рублей. Размер дивидендов уменьшился пропорционально — до 236,78 рубля на каждую привилегированную акцию, которая в конце июня стоила около 15 тыс. рублей. Однако по обыкновенным акциям (все они находятся у государства) дивиденды выплачиваться не будут.

Не будет и дивидендов от «Транснефтепродукта» — дочернего предприятия «Транснефти», уронившего чистую при-

быль года более чем в семь раз, до 656,8 млн рублей. Вряд ли экономия на дивидендах поможет трубопроводным монополиям в решении масштабных инвестиционных задач. Скорее, это имиджевое решение.

Контролируемая государством «Роснефть» выплатит по итогам прошлого года 1,92 рубля на акцию. Проведя IPO, «Роснефть» обещала направлять на дивиденды не менее 10%. Это обещание выполняется и в кризис. Более того, доля прибыли, причитающаяся акционерам, выросла с прошлогодних 10,5% до 14,4%. Хотя дивиденды и выросли на 20%, уровень вознаграждения акционеров народной компании остается одним из самых скромных в отрасли. Между тем, до проведения IPO государство забирало у «Роснефти» через дивиденды около 20% чистой прибыли.

ЛУКОЙЛ направил на дивиденды 42,53 млрд рублей, 63,3% чистой прибыли по РСБУ. В расчете на одну акцию это 50 рублей, на 19% больше прошлогоднего. В соответствии с дивидендной политикой, принятой компанией в 2003 году, акционеры должны получать не менее 15% чистой прибыли по US GAAP.

По сравнению с прошлым годом причитающаяся акционерам доля снизилась с 15,9% до 15,4%. При этом совет директоров слегка подкорректировал методику расчетов: рублевая дивидендная доходность определялась не по среднегодовому курсу, как раньше, а по обменному курсу на конец отчетного года. Иначе размер дивидендов упал бы до 39 рублей на акцию.

Долгосрочная политика «Газпром нефти» предусматривает дивидендные выплаты на уровне не менее 15%. Прибыль 2008 года снизилась на 11,3% (до 70,5 млрд рублей), а выплаты на одну акцию не изменились: 5,4 рубля. Соответственно, доля чистой прибыли, направленной на дивиденды, выросла с 32,2% до 36,3%.

Не изменился размер дивидендов и по обыкновенным акциям «Сургутнефтегаза» — 60 копеек. В то же время начисле-

ния на привилегированные акции выросли на 62%, до 1,326 рубля. Меньше компания выплатить просто не могла: в уставе закреплено обязательство выплачивать по префам не менее 7% чистой прибыли. А в прошлом году «Сургутнефтегаз» заработал рекордную прибыль: 143,9 млрд рублей по сравнению с 88,6 млрд рублей годом ранее.

Уставные обязательства «Татнефти» много скромнее — выплачивать владельцам префов не менее полной номинальной стоимости акций (то есть 1 рубль). Поэтому компания снизила размер дивидендов пропорционально уменьшению прибыли: до 4,42 рубля по сравнению с 5,65 рубля годом ранее. Из прибыли в размере 34,3 млрд рублей на дивиденды будет израсходовано 10,29 млрд рублей. То есть больше, чем дает акционерам «Газпром».

Примерно в 10 млрд рублей обойдутся расчеты с акционерами и «Башнефти». 48,82 рубля на акцию — самые высокие дивиденды в истории компании.

Дивидендная политика «ТНК-ВР Холдинга» основывается «на принципе справедливого распределения полученной прибыли с учетом инвестиционных и иных потребностей бизнеса в денежных средствах». На практике этот тезис трактуется своеобразно: дивиденды за 2008 год выросли в 1,66 раза — с 3,04 до 5,06 рубля на акцию. На их выплату уйдет практически вся прибыль — 82,6 млрд рублей.

Эта сумма сопоставима с объемом годовой инвестиционной программы компании. На дивиденды ТНК-ВР израсходует денег больше, чем «Газпром», «Роснефть», ЛУКОЙЛ и «Татнефть» вместе.

## Личные деньги

Этим летом, пожалуй, как никогда прежде много споров вызывал вопрос о вознаграждении представителям руководства компаний. Акционеры, серьезно пострадавшие от обвала фондового рынка, особенно ревностно соизмеряли свои потери с размером вознаграждений членам со-

ветов директоров. К тому же в разгар кризиса они ожидали от руководства компаний примеров самопожертвования. Да и государство рекомендовало руководителям подконтрольных компаний проявить скромность.

Но если в США был выработан сугубо рыночный механизм, отбывающий охоту жировать в кризис (90%-ный налог на бонусы), то в России все свелось к единичным запретам и общим рекомендациям.

Правда, справедливости ради следует уточнить, что в США ограничение на выплаты бонусов относилось лишь к компаниям, получившим государственную помощь. В результате уже в начале июня десять крупнейших американских банков обратились в минфин с просьбой разрешить вернуть госкредиты досрочно. Речь идет о \$68 млрд из \$200 млрд госпомощи банкам. Освободившись от долгов перед государством, банки получили возможность выплатить щедрые вознаграждения своим руководителям.

Что касается России, то в антикризисной программе правительства также записано, что господдержка будет оказываться, в первую очередь, градообразующим предприятиям и организациям при наличии программы финансового оздоровления и повышения производственной эффективности, а также при условии выполнения предприятиями ряда обязательств, включая радикальное сокращение либо отмену премиальных и бонусных выплат высшему менеджменту компании.

## Дивиденды и прибыль

	Дивиденды, руб./акция		Доля дивидендов в чистой прибыли, %		Чистая прибыль по РСБУ, млрд руб.	
	2007 г.	2008 г.	2007 г.	2008 г.	2007 г.	2008 г.
Газпром	2,66	0,36	17,5	4,93	360,45	173,02
Роснефть	1,60	1,92	10,5	10,47	162,01	141,31
ЛУКОЙЛ	42,00	50,00	56,5	63,3	63,13	67,19
Газпром нефть	5,40	5,40	32,3	36,3	79,48	70,51
ТНК-ВР Холдинг	3,04	5,06	97,9	99,7	49,0	82,7
Сургутнефтегаз (обыкновенные)	0,60	0,60				
Сургутнефтегаз (привилег.)	0,82	1,326	31,3	22,0	88,6	143,92
Татнефть	5,65	4,42	30,0	30,0	44,08	34,30
Славнефть	0,28	1,23	113,7	96,6	1,17	6,18
Башнефть	16,31	48,82	25,5	92,15	13,09	10,85
НОВАТЭК	2,35	2,52	44,0	52,9	16,24	14,46

Но денег нефтяники от государства не получали и, соответственно, практически всегда распределяли вознаграждения по собственному усмотрению — без оглядки на общественное мнение.

Предполагалось, что самые крупные в нефтегазовом секторе страны премии получат члены совета директоров «Газпром нефти». В повестку дня годового собрания был внесен вопрос о вознаграждении каждому члену совета директоров в размере 45,58 млн рублей, а председателю совета А.Миллеру — 69,36 млн рублей.

## Предполагалось, что самые крупные в нефтегазовом секторе страны премии получат члены совета директоров «Газпром нефти». Однако в последний момент «Газпром» проголосовал против

Однако в последний момент «Газпром» проголосовал против, чем заблокировал принятие положительного решения по этому вопросу. Факт удивительный уже тем, что по сути именно «Газпром» был инициатором щедрого вознаграждения членам совета директоров дочерней компании. Естественно предположить, что руководство газового концерна изменило позицию не без помощи правительства.

Между тем, в «Газпром нефти» еще год назад был разработан четкий и прозрачный алгоритм, увязывающий размер вознаграждения членов совета директоров

с финансовыми результатами деятельности компании. Базой для исчисления премиальных выплат является EBITDA.

Членам совета директоров причитается 0,023% от уровня EBITDA, скорректированного на период фактического исполне-

**Самыми высокооплачиваемыми в отрасли директорами стали представители «Газпрома». Чтобы успокоить акционеров, директора объявили, что потратят полученные деньги на благотворительность**

ния обязанностей, председателю совета директоров — 0,035%. Кроме того, в прошлом году применялся повышающий коэффициент 1,2 — за первое место в

**НОВАТЭК увеличил выплаты членам правления вдвое — до 72 млн рублей в среднем на каждого из 11 топ-менеджеров. Чистая прибыль компании по итогам 2008 года уменьшилась на 11%**

российской нефтегазовой отрасли по динамике роста капитализации. В 2008 году EBITDA составила \$7,965 млрд по сравнению с \$6,236 млрд в 2007 году (+28%).

После того как «Газпром нефть» пошла на попятную, самыми высокооплачиваемыми в отрасли директорами стали представители «Газпрома» (здесь и в

**Результаты работы компании и общеэкономическая ситуация отнюдь не всегда являются решающими факторами, определяющими уровень доходов топ-менеджеров**

остальных случаях речь идет о директорах, не работающих в госорганах, — им вознаграждений не положено). А.Миллеру, как зампреду совета директоров, начислено 17,48 млн рублей, членам совета директоров — по 15,106 млн рублей.

На фоне более чем семикратного сокращения размера бонусов столь крупные вознаграждения руководству компании не могли не вызвать возмущения миноритарных акционеров. Чтобы их успокоить, директора объявили, что потратят полученные деньги на благотворительность. Однако проконтролировать, как исполняется это обещание, акционеры уже не смогут.

Конечно, благотворительные взносы будут сделаны, но если бы речь шла о полном отказе от этих денег, логичнее было бы перевести деньги в социальные фонды напрямую, сняв вопрос о вознаграждении с повестки дня.

«Роснефть» в прошлом году заплатила своим директорам по \$200 тыс. Сокращать размер вознаграждения компания не захотела и предложила компромиссное решение: оплатить работу директоров не деньгами, а собственными акциями. Три независимых директора получат по 33614 акций. Примерная стоимость каждого такого пакета — 6,5 млн рублей.

Совет директоров «Роснефти» рекомендовал независимым директорам не продавать бонусные акции в течение года. Председатель совета директоров компании, вице-премьер российского правительства И.Сечин пояснил, что такая мера будет мотивировать директоров добиваться повышения капитализации компании.

Если осенью прошлого года руководство ЛУКОЙЛа еще допускало возможность сокращения выплат членам совета директоров, то по мере приближения годового собрания и улучшения ситуации на рынке нефти заняло категоричную позицию. «Компания показала прибыль свыше \$9 млрд, на этом фоне экономия \$100 тыс. — красивые жесты, но ничего не дающие», — заявил в апреле вице-президент ЛУКОЙЛа Л.Федун.

Акционеры ЛУКОЙЛа поддержали предложение выплатить по итогам года председателю совета директоров Валерию Грайферу 5,51 млн рублей, председателям комитетов — по 4,99 млн рублей, остальным членам сове-

та директоров — по 4,47 млн рублей. По сравнению с прошлым годом размер вознаграждений вырос незначительно — примерно на 4%, а годом ранее — почти на треть.

Довольно щедро вознаградил директоров НОВАТЭК. Председателю совета директоров выделено 6 млн рублей, «рядовым» директорам — по 4 млн рублей. По сравнению с прошлым годом выплаты увеличены на 10%.

На этом фоне решение акционеров ТНК-ВР не стало аттракционом щедрости. По итогам года вознаграждение получит всего один член совета директоров — в относительно скромном размере, \$30 тыс. и EUR18 тыс.

Размер вознаграждений членам советов директоров утверждается собраниями акционеров. Публичность вынуждает умерить аппетиты. В то же время бонусы топ-менеджерам устанавливаются в закрытом режиме, и размер их многократно превышает суммы, выплачиваемые директорам.

По оценке газеты «Ведомости», каждый из 17 членов правления «Газпрома» получит по итогам года в среднем по 114,5 млн рублей. Расходы по этой статье выросли на 21% и достигли 1,95 млрд рублей.

У членов правления ЛУКОЙЛа бонусы примерно вдвое ниже: в среднем, по 51,6 млн рублей на каждого из 15 топ-менеджеров. Но по сравнению с предыдущим годом они выросли на 26%. Это помимо базовой заработной платы, вознаграждения в размере месячного оклада и дополнительных социальных компенсаций.

А НОВАТЭК увеличил выплаты членам правления вдвое — до 72 млн рублей в среднем на каждого из 11 топ-менеджеров по сравнению с 34,6 млн рублей годом ранее. Чистая прибыль компании по итогам 2008 года уменьшилась на 11%.

Можно убедиться, что размер компании, результаты ее работы и общеэкономическая ситуация отнюдь не всегда являются решающими факторами, определяющими уровень доходов топ-менеджеров. 