

ЭКСПЕРТНОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ ПРОФЕССОРА ДЖЕЙМСА ДОУ

8 ноября 2014 г.

ОГЛАВЛЕНИЕ

	Стр.
A. ВВЕДЕНИЕ	3
B. ПРИСУЖДЕННЫЕ УБЫТКИ.....	6
C. ПОЗИЦИИ ЭКСПЕРТОВ СТОРОН ПО ВОПРОСАМ УБЫТКОВ.....	10
(a) Методики г-на Качмарека	10
(i) Модели ДДП г-на Качмарека.....	11
(ii) Модель сопоставимых сделок г-на Качмарека	12
(iii) Модель сопоставимых компаний г-на Качмарека.....	12
(b) Моя критика моделей г-на Качмарека	14
D. ВЫВОДЫ ТРЕТЕЙСКОГО СУДА В ОТНОШЕНИИ МНЕНИЙ, ВЫРАЖЕННЫХ ЭКСПЕРТАМИ СТОРОН ПО ВОПРОСАМ УБЫТКОВ	17
(a) Модели ДДП г-на Качмарека.....	17
(b) Модель сопоставимых сделок г-на Качмарека	18
(c) Модель сопоставимых компаний г-на Качмарека.....	18
(d) Дата оценки	20
(e) Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»	23
E. ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ ТРЕТЕЙСКИМ СУДОМ ЕГО ПОЛНОМОЧИЙ ПО УСМОТРЕНИЮ.....	24
F. РАСЧЕТ ТРЕТЕЙСКИМ СУДОМ ДИВИДЕНДОВ ОАО «НК «ЮКОС» ПО СЦЕНАРИЮ «ЕСЛИ БЫ НЕ».....	27
(a) Соотношение между стоимостью акционерного капитала компании и ее дивидендами.....	27
(b) Соотношение между стоимостью акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» и его дивидендами	29
(c) Величина завышения суммы дивидендов по сценарию «если бы не», присужденных Третейским судом	33
(d) Фундаментальные недочеты в моделях ДДП г-на Качмарека за 2007 г. и 2012 г.	38
(e) Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» после 2011 г.	41
(f) Третейский суд не привел никакого обоснования размера корректировок, которые он осуществил для дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»	45

G.	РАСЧЕТ ТРЕТЕЙСКИМ СУДОМ СТОИМОСТИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА ОАО «НК «ЮКОС» ПО СЦЕНАРИЮ «ЕСЛИ БЫ НЕ»	46
(a)	Использование Третьим судом значения, представленного мной для доказывания того, почему модель сопоставимых компаний г-на Качмарека не должна использоваться для оценки стоимости ОАО «НК «ЮКОС»	47
(b)	Отказ Третьего суда скорректировать стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» для отражения корректировок, осуществленных при определении дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»	50

А. Введение

1. Меня зовут Джеймс Доу, я являюсь профессором финансов в Лондонской школе бизнеса. Ранее я работал в должности декана по исследовательской работе в области финансов и директора Института финансов и учета в Лондонской школе бизнеса; профессора экономики и заведующего кафедрой в Институте европейского университета; помощника профессора в Университете Пенсильвании; а также редактора периодического издания по экономическим исследованиям. Я обладаю обширным опытом по оценке рыночной стоимости, которую я преподаю в Лондонской школе бизнеса с 1989 г. По поручению Российской Федерации я представил экспертное заключение по вопросам убытков и оценки в рассматриваемом здесь арбитражном разбирательстве. Актуальная биографическая справка обо мне представлена в качестве Приложения №1 к данному Отчету.
2. Юридический консультант Российской Федерации попросил меня оценить методологию, которую использовал Третейский суд для присуждения Истцам более 50 миллиардов долларов США убытков. В данном Отчете меня специально попросили не рассматривать все ошибки в методологии Третейского суда. Вместо этого я должен был сосредоточиться только на тех ошибках, (а) которые в существенных моментах отклонялись от представленных сторонами письменных заявлений, и в отношении которых мне не была представлена возможность быть выслушанным, (b) следствием которых стало присуждение убытков, не имеющих экономического обоснования, и (c) которые имели значительный эффект на размер присужденных убытков. Чтобы предоставить необходимые данные и контекст для моего обсуждения данных ошибок, в нескольких случаях я ссылался на вопросы, в отношении которых у меня была возможность быть выслушанным. В свете полученных мною инструкций я специально отмечал, когда мои заключения касаются методологии, самостоятельно разработанной Третейским судом, и в отношении которой мне не была предоставлена возможность выразить свое мнение.
3. При подготовке данного отчета я использовал:
 - (а) Окончательные арбитражные решения, принятые Третейским судом 18 июля 2014 г.;

- (b) отчеты и соответствующие приложения, представленные экспертом Истцов по вопросам убытков, г-ном Brentom Качмарекком;
 - (c) отчеты и соответствующие приложения, которые я представил в ответ на его отчеты; и
 - (d) имеющие значение по данному вопросу части расшифровки слушания дела по существу в Гааге.
4. Убытки, присужденные Третейским судом, имели три компонента:
- (a) доля Истцов в гипотетической акционерной стоимости ОАО «НК «ЮКОС» на дату Окончательных арбитражных решений;
 - (b) доля Истцов в гипотетических дивидендах, которые ОАО «НК «ЮКОС» выплатило бы вплоть до даты принятия Окончательных арбитражных решений; и
 - (c) процентный доход на гипотетические дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» до даты присуждения.

Данный Отчет, в основном, касается первых двух видов убытков – гипотетической акционерной стоимости ОАО «НК «ЮКОС» и гипотетических дивидендов ОАО «НК «ЮКОС».

5. Основные выводы, к которым я пришел, заключаются в следующем:
- (a) Третейский суд отверг предложенную Истцами дату оценки и определенную ими стоимость ОАО «НК «ЮКОС».
 - (b) Третейский суд также полностью отверг две из трех представленных г-ном Качмарекком моделей оценки убытков и в значительной степени согласился с моей критикой его третьей модели.
 - (c) В результате решения Третейского суда оценить рыночную стоимость ОАО «НК «ЮКОС» на дату Окончательных арбитражных решений (которой считается 30 июня 2014 г.) – т.е. дату, на которую ни одна из сторон ранее не оценивала рыночную стоимость ОАО «НК «ЮКОС» – Третейский суд разработал свою собственную нестандартную методологию для определения

гипотетической акционерной стоимости и гипотетических дивидендов ОАО «НК «ЮКОС».

- (d) Данная методология в существенных аспектах отклонялась от методологий, предложенных и рассмотренных сторонами и их экспертами.
- (e) В случае с дивидендами ОАО «НК «ЮКОС», собственная нестандартная методология Третейского суда противоречит базовому экономическому принципу (обратной зависимости между дивидендами и ростом акционерной стоимости компании), который эксперты обеих сторон признали, в результате чего Третейский суд фактически присудил возмещение одной и той же суммы дважды.
- (f) В случае с акционерной стоимостью ОАО «НК «ЮКОС», методология Третейского суда имела изъяны в двух аспектах. Во-первых, расчет акционерной стоимости Третейского суда основывался на исходных финансовых данных одной из моделей г-на Качмарека, которую Третейский суд отверг по причине недостаточной достоверности; и во-вторых, Третейский суд скорректировал данные финансовые показатели при подсчете гипотетических дивидендов ОАО «НК «ЮКОС», но не сделал соответствующих корректировок в своем расчете акционерной стоимости.
- (g) Принятая Третейским судом методология имеет изъяны в существенных аспектах и стала причиной присуждения Истцам не менее 21,651 миллиардов долларов США убытков без какого-либо экономического основания. Из этой суммы, 20,228 миллиардов долларов США относится к убыткам, присужденным Истцам в отношении гипотетических дивидендов и процентного дохода ОАО «НК «ЮКОС», и 1,422 миллиардов долларов США относится к убыткам, присужденным в отношении гипотетической акционерной стоимости ОАО «НК «ЮКОС».
- (h) Третейский суд также использовал показатели денежных потоков г-на Качмарека как исходную точку для определения размера гипотетических дивидендов ОАО «НК «ЮКОС», и затем существенным образом скорректировал эти показатели при расчете окончательной суммы дивидендов

ОАО «НК «ЮКОС», но не предоставил никакого обоснования размера своих корректировок.

- (i) Ни г-н Качмарек, ни я, не имели возможности высказаться по поводу методологии расчета убытков, которую Третейский суд самостоятельно разработал по собственной инициативе.

6. Оставшаяся часть данного Отчета состоит из шести секций. Секция В описывает присужденные Третейским судом к возмещению убытки. Секция С кратко описывает мнения, которые г-н Качмарек и я высказывали в представленных в Третейский суд отчетах и на слушании по существу дела в Гааге. За этим следует, в Секции D, обзор выводов Третейского суда в отношении мнений, которые мы высказывали. Перед разбором собственной методологии Третейского суда по расчету убытков я предлагаю несколько своих наблюдений в Секции E по вопросу ненадлежащего осуществления Третейским судом его усмотрения при присуждении Истцам значительной суммы убытков на базе нестандартной методологии, в отношении которой ни г-н Качмарек, ни я не имели возможности быть выслушанными. Последние две секции содержат мой анализ по существу того, как принятие Третейским судом своей собственной нестандартной методологии отклонялось в существенных аспектах от вопросов, которые сторонами рассматривались в представленных письменных заявлениях, и привело к присуждению миллиардов долларов убытков, не имеющих под собой экономического обоснования. В Секции F я сосредоточился на дефектах разработанной Третейским судом методологии для расчета гипотетических дивидендов ОАО «НК «ЮКОС», а в Секции G – на дефектах разработанной Третейским судом методологии для расчета гипотетической акционерной стоимости ОАО «НК «ЮКОС».

В. Присужденные убытки

- 7. Для понимания моего Заключения будет полезно, если я сперва опишу, как Третейский суд рассчитал присужденные им убытки.
- 8. Согласно решению Третейского суда, присужденные им убытки были направлены на то, чтобы поставить Истцов в то же («если бы не») положение, в котором они находились бы на дату вынесения Окончательных арбитражных решений, если бы их доли участия в ОАО «НК «ЮКОС» не были экспроприированы 19 декабря 2004 г., с учетом

корректировки в сторону уменьшения ввиду установленной Третейским судом собственной встречной вины Истцов в понесенном ими ущербе.

9. Убытки, присужденные Третейским судом, включают в себя три составляющие. Первая составляющая представляет расчет Третейским судом *пропорционального* участия Истцов в акционерном капитале ОАО «НК «ЮКОС» на 30 июня 2014 г. по сценарию «если бы не». Вторая составляющая представляет дивиденды по сценарию «если бы не», которые, по мнению Третейского суда, получили бы Истцы по их гипотетическим акциям в ОАО «НК «ЮКОС» за период с 31 декабря 2004 г. по 30 июня 2014 г.¹ Третья составляющая представляет процентный доход по сценарию «если бы не», который, по мнению Третейского суда, заработали бы Истцы от реинвестирования указанных дивидендов с даты их предполагаемого получения по 30 июня 2014 г. Далее Третейский суд уменьшил размер указанных сумм на 25% для учета оценки Третейским судом собственной вины Истцов.
10. Ниже я кратко опишу заключения Третейского суда в отношении каждой из этих составляющих, а после более подробно проанализирую первые две составляющих в Разделах Е и F.

(a) *Стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС»*

Третейский суд постановил, что стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по состоянию на 30 июня 2014 г. составила бы 42,625 млрд долларов США в отсутствие действий Российской Федерации.² «Стоимость акционерного капитала» фирмы, как правило, отражает цену за акционерный капитал компании на определенную дату, уплата которой ожидается от желающего приобрести фирму покупателя желающему продать фирму продавцу, и, насколько я понимаю, именно так Третейский суд и использует этот термин в Окончательных арбитражных решениях. При определении стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на 30 июня 2014 г.,

¹ Третейский суд исходил из того, что дивиденды ОАО «НК «ЮКОС», рассчитанные по сценарию «если бы не», уплачивались бы в последний день каждого года, начиная с 31 декабря 2004 г., и что проценты за период до вынесения арбитражных решений начнут начисляться на эти дивиденды в первый день следующего года. Окончательные арбитражные решения, п. 1818, сноска 2422.

² Окончательные арбитражные решения, п. 1821.

Третейский суд сначала определил стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по состоянию на 21 ноября 2007 г. (далее именуемую «стоимость акционерного капитала компании за 2007 г.»), а затем скорректировал эту стоимость для отражения последующих изменений в стоимости акций группы российских нефтегазовых компаний, которые, по мнению Третейского суда, сопоставимы с ОАО «НК «ЮКОС».

(b) *Утраченные дивиденды*

Согласно решению Третейского суда, если бы доли участия Истцов в ОАО «НК «ЮКОС» не были экспроприированы 19 декабря 2004 г., то ОАО «НК «ЮКОС» выплатило бы дивиденды в размере 45 млрд долларов США за 2004-2013 гг. и первое полугодие 2014 г.³

(c) *Процентный доход по дивидендам*

Третейский суд заключил, что было бы «уместно» присудить Истцам процентный доход по причитающимся им дивидендам по сценарию «если бы не» по ставке 3,389% годовых, что равняется средней доходности десятилетних казначейских облигаций США за период с 1 января 2005 г. по 30 мая 2014 г.⁴ Третейский суд далее рассчитал, что по этой ставке был бы начислен процентный доход в размере 6,981 млрд долларов США на дивиденды по акциям ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за период с 1 января 2005 г. по 30 июня 2014 г.

(d) *Корректировка на пакеты акций Истцов и их встречную вину*

Наконец, Третейский суд скорректировал сумму пунктов (a), (b) и (c) для отражения приблизительно 70,5%⁵ косвенной доли владения Истцов в ОАО «НК «ЮКОС», а затем далее уменьшил эту сумму на 25% для учета его решения о том, «что Истцы содействовали возникновению 25% ущерба, который они понесли».⁶

³ Окончательные арбитражные решения, п. 1812.

⁴ Окончательные арбитражные решения, п. 1687.

⁵ В пункте 1822 Окончательных арбитражных решений идет речь о «доле Истцов в ОАО «НК «ЮКОС», составляющей 70,5 процентов». Третейский суд фактически использовал действительную акционерную долю владения Истцов (70,4965947960625%) при расчете присужденных им убытков.

⁶ Окончательные арбитражные решения, п. 1827.

11. В виде краткого обзора, я привожу ниже основные шаги при расчете Третейским судом размера убытков:

(1)	Стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по состоянию на 21 ноября 2007 г.	61 075 800 000 долл. США
(2)	Изменения (в виде соотношения) в индексной стоимости группы сопоставимых российских нефтегазовых компаний с 21 ноября 2007 г. (индексная стоимость = 267,8) по 30 июня 2014 г. (индексная стоимость = 186,9)	0,697908887 = 186,9/267,8
(3)	Стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по состоянию на 30 июня 2014 г.	42 625 343 615 долл. США = (1) x (2)
(4)	Дивиденды по сценарию «если бы не», которые, как предположил Третейский суд, ОАО «НК «ЮКОС» выплачивало бы в последний день каждого года (начиная с 31 декабря 2004 г.) и 30 июня 2014 г.	45 000 000 000 долл. США
(5)	Процентный доход по сценарию «если бы не», который, как предположил Третейский суд, получили бы Истцы по указанным дивидендам с первого дня после предполагаемой даты их выплаты по 30 июня 2014 г.	6 981 340 000 долл. США
(6)	Доля участия Истцов в ОАО «НК «ЮКОС»	70,4965947960625 %
(7)	Пропорциональная доля Истцов в (а) стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» на 30 июня 2014 г., <i>плюс</i> (б) дивиденды по сценарию «если бы не», которые ОАО «НК «ЮКОС» выплатило бы с 1 января 2005 г. по 30 июня 2014 г., <i>плюс</i> (с) процентный доход по сценарию «если бы не», которые Истцы получили бы по указанным дивидендам по 30 июня 2014 г.	66 694 490 398 долл. США = (6) x [(3) + (4) + (5)]

(8)	Встречная вина Истцов	25 %
(9)	Общая сумма присужденных убытков	50 020 867 798 долл. США = (7) – [(8) x (7)]

С. Позиции экспертов Сторон по вопросам убытков

12. В настоящем разделе я кратко обобщу позиции, выраженные в заключениях, которые г-н Качмарек и я представили на рассмотрение Третейского суда и презентовали на слушании по существу дела, состоявшемся в Гааге.⁷

(a) Методики г-на Качмарека

13. Истцы требовали возмещение на основании гипотетической стоимости ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на 21 ноября 2007 г., дату, в которую, по их утверждениям, были экспроприированы их инвестиции. Г-н Качмарек предложил определять стоимость ОАО «НК «ЮКОС» с использованием трех разных методик оценки: метод дисконтированного денежного потока («ДДП»), метод сопоставимых компаний и метод сопоставимых сделок.⁸ Стоимости, рассчитанные на основании каждой из этих методик, были основаны на данных по состоянию на 21 ноября 2007 г.

14. Г-н Качмарек предложил взвесить три результата в соответствии с их достоверностью и установить общую стоимость ОАО «НК «ЮКОС», исходя из средневзвешенного

⁷ Г-н Качмарек представил два заключения, каждое из которых сопровождалось множеством приложений и дополнений. См. Экспертное заключение Брента С. Качмарека, Дипломированного финансового аналитика (15 сентября 2010 г.); Второе экспертное заключение Брента С. Качмарека, Дипломированного финансового аналитика (15 марта 2012 г.). Я также представил два заключения, каждое из которых сопровождалось приложениями и дополнениями, которые в целом отражали корректировки, которые я сделал к заключениям, представленным г-ном Качмареком. См. Экспертное заключение Джеймса Доу (1 апреля 2011 г.); Второе экспертное заключение Джеймса Доу (15 августа 2012 г.).

⁸ Третейский суд сослался на восемь разных методик оценки (и основанных на них оценок), представленных Истцами. Окончательные арбитражные решения, пп. 1782, 1795. Третейский суд отклонил пять из оценок, поскольку они «были поданы Истцами на очень поздней стадии разбирательства (путем демонстрации иллюстративных приложений на Слушании и в Письменном заявлении Истцов по итогам слушаний) и, соответственно, Ответчик не мог надлежащим образом на них ответить». Окончательные арбитражные решения, п. 1795. Истцы подали эти оценки только в качестве так называемых «проверок разумности» остальных их оценок, и никогда не требовали возмещения на основании какой-либо из поданных ими с опозданием оценок. Письменное заявление Истцов по итогам слушаний, пп. 261-262, 302; Ответ Истцов, п. 1199(3).

значения оценок, полученных с помощью трех методик оценки. Методики г-на Качмарека, таким образом, составляют часть единой синтетической оценки, а не «ряд альтернативных оценок ОАО «НК «ЮКОС»»,⁹ как охарактеризовал их Третейский суд. Как пояснил г-н Качмарек, «оценщик должен постараться использовать все три подхода к оценке, когда это представляется целесообразным. Если же отсутствуют данные для применения одного или более методов оценки, то оценщик должен выявить недостатки и признать, что подход нельзя использовать с тем, чтобы достичь наиболее достоверного результата».¹⁰

15. Г-н Качмарек взвесил каждую из его трех методик, основываясь на собственных взглядах об их надежности.¹¹ Он присвоил 50% значимости своей методике ДДП за 2007 год, 40% – своей методике сопоставимых компаний, и 10% – своей методике сопоставимых сделок.¹² Присвоение им 50% значимости методике ДДП, таким образом, отражало его мнение о том, что эта методика привела к наиболее достоверному результату. Как описывается ниже, Третейский суд отклонил методику ДДП за 2007 г. г-на Качмарека, вместо этого рассчитав стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не» по его методике сопоставимых компаний, а затем рассчитав эту стоимость до 30 июня 2014 г., используя нестандартный метод, разработанный самим Третейским судом по его инициативе.

(i) Модели ДДП г-на Качмарека

16. Г-н Качмарек пояснил, что его модель ДДП за 2007 г. была основана на допущении о том, что «стоимость предприятия или актива равняется будущим денежным потокам, генерируемым предприятием, дисконтированным на настоящую стоимость по ставке, которая отражает риски генерирования таких денежных потоков».¹³ Согласно мнению г-на Качмарека, его модель ДДП за 2007 г. отражала стоимость на 2007 г. будущих денежных потоков, генерирование которых ОАО «НК «ЮКОС» после 2007 г. потенциальный инвестор мог бы предсказать. Как признал Третейский суд, его модель

⁹ Окончательные арбитражные решения, п. 1782.

¹⁰ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 81.

¹¹ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 373.

¹² Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 21.

¹³ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 81.

ДДП за 2007 г. была неизбежно «основана на прогнозах и предположениях, построенных на сведениях, имевшихся до этого периода».¹⁴

17. В марте 2012 г. г-н Качмарек подал обновленную редакцию его модели ДДП за 2007 г., в которой предполагался расчет стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на 1 января 2012 г. Основное изменение, сделанное в его модели ДДП за 2012 г., состояло в замене некоторых (но не всех) прогнозов, ранее включенных в его модель ДДП за 2007 г., информацией за прошлые периоды, основанной на последующих показателях ряда бывших предприятий ОАО «НК «ЮКОС», находящихся в собственности ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Газпром нефть».¹⁵ Его модель ДДП за 2012 г., однако, сохранила ту же структуру и восприняла ту же методику, что и его модель ДДП за 2007 г.

(ii) Модель сопоставимых сделок г-на Качмарека

18. Г-н Качмарек утверждал, что его «методика сопоставимых сделок» основывалась на допущении о том, что «если компания, которая сопоставима с оцениваемой компанией, недавно была приобретена, частично или полностью, цена приобретения может использоваться для оценки стоимости оцениваемой компании».¹⁶ Чтобы вывести стоимость ОАО «НК «ЮКОС» на основании этой методики, г-н Качмарек выявил различные корпоративные сделки, которые, по его утверждению, были схожими с частичной продажей активов ОАО «НК «ЮКОС», а затем вывел стоимость составляющих ОАО «НК «ЮКОС» на основании цен, выплаченных в рамках этих предположительно схожих сделок.

(iii) Модель сопоставимых компаний г-на Качмарека

19. В рамках модели «сопоставимых компаний» г-на Качмарека стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. рассчитывалась путем подсчета «коэффициентов» оценки в отношении других публичных акционерных компаний,

¹⁴ Окончательные арбитражные решения, п. 1793.

¹⁵ Окончательные арбитражные решения, п. 1714. В моем Втором экспертном заключении я пояснил, как использование г-ном Качмареким данных не в отношении ОАО «НК «ЮКОС» для определения «исторических» показателей деятельности ОАО «НК «ЮКОС» привело к результату, которые были очевидно ошибочными. Второе экспертное заключение г-на Доу, пп. 251-256.

¹⁶ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 90.

которые он счел сопоставимыми с ОАО «НК «ЮКОС». Затем он использовал полученные коэффициенты для расчета стоимости ОАО «НК «ЮКОС». Для каждой из избранных им компаний г-н Качмарек определил четыре коэффициента, каждый из которых основывался на экономическом показателе: (а) соотношение между стоимостью предприятия компании¹⁷ и ее прибылью до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации («ЕБИТДА»), (б) соотношение между рыночной ценой компании и ее прибылью, (с) соотношение между стоимостью предприятия компании и ее подтвержденными запасами нефти и газа, и (д) соотношение между стоимостью предприятия компании и ее объемом добычи нефти и газа.¹⁸ К примеру, если цена акций Компании А вдвое превышала ее прибыль за акцию, то прибыли Компании А присваивался коэффициент 2.

20. После расчета четырех коэффициентов для каждой из сопоставимых компаний, г-н Качмарек присвоил каждой компании значение, а затем рассчитал средневзвешенное значение каждого коэффициента, используя присвоенное каждой компании значение. В результате было получено четыре самостоятельных коэффициента, которые он далее использовал для расчета стоимости ОАО «НК «ЮКОС» на основании собственных экономических показателей ОАО «НК «ЮКОС». К примеру, если Компания А имела коэффициент цены-к-прибыли 2 и ей было присвоено значение 1, а Компания Б имела коэффициент цены-к-прибыли 4 и ей было присвоено значение 3, то Компании А и Б вместе имели средневзвешенный коэффициент цены-к-прибыли 3,5 ($[2 \times 1] + [4 \times 3]$ деленное на $[3 + 1]$). Г-н Качмарек далее применил четыре средневзвешенных коэффициента к собственным экономическим показателям ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не» (ЕБИТДА, прибыль, запасы нефти и газа, и объемы добычи нефти и газа) для расчета четырех самостоятельных стоимостей акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не». Экономические показатели ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не» в каждом случае выводились г-ном Качмарек из его модели ДДП за 2007 г. Наконец, г-н Качмарек рассчитал среднее значение его четырех результатов, выведя стоимость акционерного капитала

¹⁷ Стоимость предприятия фирмы равна ее акционерной стоимости плюс ее задолженности.

¹⁸ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 325.

ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не» на основании его метода сопоставимых компаний.¹⁹

21. Помимо расчета стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не», г-н Качмарек также рассчитал дивиденды по сценарию «если бы не», которые, по его утверждению, Истцы получили бы в течение периода между 2004 г. и 20 ноября 2007 г., если бы их доля участия в компании не была экспроприирована.²⁰ Согласно мнению г-на Качмарека, эти дивиденды равнялись бы «чистым денежным потокам к акционерному капиталу» ОАО «НК «ЮКОС» в течение этого периода, которые он определил для каждого года как чистую прибыль, плюс износ, минус капитальные расходы и увеличение оборотного капитала ОАО «НК «ЮКОС», скорректированные на изменения его чистого долга за такой год.²¹ Используя свою модель ДДП за 2007 г., г-н Качмарек рассчитал общую сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за указанный период в размере 28,95 млрд долларов США.²²

(b) *Моя критика моделей г-на Качмарека*

22. В моих письменных заявлениях, поданных на рассмотрение Третьей инстанции, я критиковал модели г-на Качмарека на основании нескольких различных причин.
23. В случае с его моделью ДДП за 2007 г., я выявил многочисленные ошибки, которые после их исправления изменили оценку ОАО «НК «ЮКОС» на десятки миллиардов долларов, и отметил, что его оценка по ДДП была «искусственно раздута ввиду избирательных и необоснованных допущений г-на Качмарека, многие из которых нельзя «исправить»». ²³ В конечном итоге, я заключил, что его модель ДДП была «настолько неоправданно усложненной, что являлась, по сути, «черным ящиком», и,

¹⁹ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 429.

²⁰ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 232.

²¹ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 232.

²² Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 374.

²³ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 316.

соответственно, не подчинялась проверке на здравый смысл, а также содержала признаки возможного обратного расчета от результата».²⁴

24. В случае с его моделью сопоставимых сделок, я отметил, что, в действительности, за соответствующий период не осуществлялись какие-либо сопоставимые сделки.²⁵
25. Наконец, я выявил ряд существенных проблем с моделью сопоставимых компаний г-на Качмарека. В частности, я отметил, что г-н Качмарек присвоил значение 70% «коэффициентам», рассчитанным для ОАО «НК «Роснефть». Это рождало проблемы, поскольку ОАО «НК «Роснефть» было государственным предприятием стратегического значения для Российской Федерации, мажоритарным акционером в котором являлось государство, а ОАО «НК «ЮКОС» не было. Я указал в моем Втором экспертном заключении: «рынок воспринимает ОАО «НК «Роснефть» как предприятие с более высокой стоимостью ввиду того, что большинство акций находится в собственности государства, и что нефтедобывающие активы, соответственно, оцениваются выше в руках ОАО «НК «Роснефть», чем в руках других российских нефтяных компаний».²⁶
26. В моем Втором экспертном заключении я также проиллюстрировал природу и масштаб проблем с моделью сопоставимых компаний г-на Качмарека, подчеркнув ряд очевидных недостатков. В частности, я указал на то, что расчет г-ном Качмареком стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не» был бы снижен почти на 32%, или приблизительно на 31,7 млрд долларов США,²⁷ если бы в эту модель было введено всего два изменения – ОАО «НК «Роснефть» и крупнейшие международные нефтяные компании были исключены, а оставшимся сопоставимым компаниям были присвоены равные значения.
27. Я пояснил, что моя цель в обращении внимания Третьего суда на некоторые из наиболее очевидных недостатков в модели сопоставимых компаний г-на Качмарека состояла в доказывании того, что эта модель *не* должна использоваться для расчета убытков Истцов:

²⁴ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 317.

²⁵ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 420.

²⁶ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 401.

²⁷ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 417.

«Модели г-на Качмарека так плохо составлены и так пестрят ошибками, непоследовательны, со слабо обоснованными или вообще ничем не подкрепленными утверждениями, что для меня не представляется возможным полностью поправить его модель. Скорее, цель таких исправлений – это продемонстрировать степень недостоверности анализа г-на Качмарека и указать на порядок величины его ошибок».²⁸

28. Я также обратил внимание Третьей инстанции на следующую проблему с моделью сопоставимых компаний г-на Качмарека. Я отметил в моем Втором экспертном заключении (как сделал в своем Первом экспертном заключении г-н Качмарек),²⁹ что его модель сопоставимых компаний не была независимой методикой оценки, поскольку все из его основных исходных данных были взяты из его модели ДДП. В результате, даже если бы все проблемы «сопоставимости» модели сопоставимых компаний г-на Качмарека были исправлены, она все равно неизбежно зависела бы от ошибочных финансовых исходных данных (то есть прибыли и EBITDA ОАО «НК «ЮКОС»), рассчитанных по модели ДДП.

29. Тем не менее, я не исправлял его модель сопоставимых компаний в том, что касается использования ошибочных исходных данных из его модели ДДП. Как я указал в своем Втором экспертном заключении:

«чтобы продемонстрировать степень ошибок, которые [г-н Качмарек] здесь допускает – независимо от ошибок, которые он допускает в оценке методом ДДП ОАО «НК «ЮКОС» – я не исправляю исходные значения, взятые из оценки ДДП в анализ сопоставимых компаний».³⁰

30. Я также не предлагал мою собственную оценку стоимости ОАО «НК «ЮКОС» по методу сопоставимых компаний на основании исправлений к его модели. Причина, по которой я этого не сделал, заключалась в том, что я счел 21 ноября 2007 г. ненадлежащей датой оценки.³¹ Чтобы представить оценку на другую дату, я должен был бы разработать новую модель сопоставимых компаний, с исходными данными сопоставимых компаний на другую дату. Это было бы существенным и гипотетическим

²⁸ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 7 (выделено мной).

²⁹ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 429.

³⁰ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 395 (выделено мной). Я также сделал это замечание в Пояснении 10 к Приложению 16.1 к моему Второму экспертному заключению.

³¹ Первое экспертное заключение г-на Доу, Раздел 2.4

начинанием, поскольку Третейский суд еще не предложил никакого разъяснения того, какую дату он считал надлежащей датой оценки.³²

D. Выводы Третейского суда в отношении мнений, выраженных экспертами Сторон по вопросам убытков

31. Заключение Третейского суда в отношении серьезных недостатков моделей г-на Качмарека практически точно воспроизводило мои мнения. Тем не менее, Третейский суд полагался на эти модели (с неожиданными изменениями, внесенными самим Третейским судом) и присудил Истцам весьма значительные убытки, которые не имеют экономического обоснования. Как я разъясняю ниже, попытавшись устранить недочеты в моделях г-на Качмарека, Третейский суд разработал собственную небезупречную нестандартную методику, не предоставив ни г-ну Качмареку, ни мне возможности быть выслушанными.

(a) *Модели ДДП г-на Качмарека*

32. Третейский суд согласился с моей критикой модели ДДП за 2007 г. г-на Качмарека, отметив, что «счел убедительным анализ представленной Истцами модели ДДП, сделанный профессором Доу, и вынужден согласиться, что ей не следует придавать большого значения».³³ Третейский суд также в особом порядке признал, что «эксперт Истцов признал во время слушания, что на выполненный им анализ ДДП повлияли заранее сформированные убеждения в отношении того, каким должен быть надлежащий результат»,³⁴ или, иными словами, он был построен, отталкиваясь от результата. На этом основании Третейский суд заключил, что модель ДДП за 2007 г. г-на Качмарека «не является достаточно надежной для определения убытков по данному

³² На слушании я свидетельствовал, что надлежащая дата оценки не может быть «после конца 2004 года». Устные свидетельские показания г-на Доу, Стенограмма слушания, День 12, 49:10-11. Это, впрочем, не существенно ограничило количество дат оценки, которые я считал потенциально подходящими. Первое экспертное заключение г-на Доу, пп. 28-33. В своих письменных заявлениях Российская Федерация указала по меньшей мере 22 различные даты до даты оценки 19 декабря 2004 г., в конечном итоге, принятой Третейским судом, которые были потенциально подходящими для оценки размера возможных убытков Истцов.

³³ Окончательные арбитражные решения, п. 1785.

³⁴ Окончательные арбитражные решения, п. 1785.

делу»,³⁵ и отказался использовать эту модель – предложенную г-ном Качмарек как наиболее надежную из его трех моделей – для расчета убытков Истцов.

33. Третейский суд установил, что модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека имеет аналогичные недостатки. Эта модель, подготовленная г-ном Качмарек исключительно «для целей сравнения», не отличалась от его модели ДДП за 2007 г. с точки зрения ее структуры или методики, и поэтому она страдала от тех же недостатков, которые вынудили Третейский суд отказаться от его модели ДДП за 2007 г. Третейский суд согласился, отметив в отношении денежных потоков, рассчитанных на основании этой модели, что он был «не в состоянии отделить их от представленной Истцами модели ДДП, которая подверглась сильной критике со стороны эксперта и юридического консультанта Ответчика».³⁶

(b) *Модель сопоставимых сделок г-на Качмарека*

34. Третейский суд также отклонил модель сопоставимых сделок г-на Качмарека, заключив, что он «не может полагаться на расчеты Истцов, основанные на методике анализа сопоставимых сделок, поскольку обе Стороны соглашались с тем, что на практике никаких сопоставимых сделок не было, и, таким образом, нет никаких оснований, опираясь на которые можно выполнить эффективное сравнение».³⁷

(c) *Модель сопоставимых компаний г-на Качмарека*

35. После отклонения остальных методик Истцов Третейскому суду осталась лишь модель сопоставимых компаний г-на Качмарека, которой г-н Качмарек присвоил лишь 40% достоверности.
36. Третейский суд также согласился с моей критикой модели сопоставимых компаний г-на Качмарека ввиду включения государственной компании ОАО «НК «Роснефть» в список сопоставимых компаний, отметив, что «г-н Качмарек, по сути, оценил ОАО «НК «ЮКОС», как если бы оно было государственным стратегическим предприятием, каким

³⁵ Окончательные арбитражные решения, п. 1785.

³⁶ Окончательные арбитражные решения, п. 1799.

³⁷ Окончательные арбитражные решения, п. 1785.

оно никогда не было». ³⁸ Третейский суд схожим образом принял другие мои иллюстративные исправления в «сравнительные» допущения этой модели, например, в те, что касались ее «коэффициентов» оценки, исключив государственные и нероссийские компании и придав равное значение оставшимся компаниям. Третейский суд, тем не менее, указал, что «методика анализа сопоставимых компаний представляется наиболее целесообразным подходом», ³⁹ и использовал эту методику в качестве единственного основания определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не».

37. Даже несмотря на то, что я ясно указал на то, что «сравнительные» исправления, осуществленные мной в отношении модели сопоставимых компаний г-на Качмарека, были направлены лишь на доказывание ненадежности его модели, и что цифры, основанные на моих исправлениях, *не* отражали мое собственное мнение о стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не», Третейский суд принял мой результат как «наиболее близкую» сумму к тому, сколько стоило бы ОАО «НК «ЮКОС» в 2007 г. по сценарию «если бы не». ⁴⁰ Я рассматриваю эту цифру как неверную оценку стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не», а решение Третейского суда использовать эту цифру для оценки ОАО «НК «ЮКОС», – как неоправданное. Эти вопросы также анализируются ниже в пп. 98-103.
38. Подводя итог, Третейский суд не принял ни определение стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не» г-на Качмарека, ни предложенный им, основанный на трех методиках подход к расчету этой стоимости. Вместо этого Третейский суд принял собственную нестандартную методику оценки, которая в ряде существенных аспектов отходила от заявлений сторон. Методика Третейского суда была основана на (а) модели сопоставимых компаний г-на Качмарека, даже невзирая на то, что эта модель зависела от исходных данных, рассчитанных по модели ДДП за 2007 г., которую Третейский суд отклонил как основание для определения убытков Истцов, и (б) значении, которое я предложил исключительно для

³⁸ Окончательные арбитражные решения, п. 1804.

³⁹ Окончательные арбитражные решения, п. 1787.

⁴⁰ Окончательные арбитражные решения, п. 1784.

иллюстрации того, почему его модель сопоставимых компаний *не* должна была использоваться для определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не».

(d) *Дата оценки*

39. Третейский суд также отклонил обе даты оценки, использованные в моделях г-на Качмарека, и разработал собственный метод определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не» на основании дат оценки, определенных Третейским судом⁴¹. Все, кроме одной, модели г-на Качмарека исходили из того, что доли участия Истцов в ОАО «НК «ЮКОС» были экспроприированы 21 ноября 2007 г., и оценивали ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на эту дату. Единственным исключением была его модель ДДП за 2012 г., где в качестве даты оценки использовалось 1 января 2012 г., которую Третейский суд также отклонил.⁴²
40. Отклоняя 21 ноября 2007 г. одновременно как дату экспроприации ОАО «НК «ЮКОС» и дату, которую необходимо использовать при оценке ОАО «НК «ЮКОС», Третейский суд согласился «с Ответчиком в том, что 21 ноября 2007 г. не может считаться датой экспроприации ОАО «НК «ЮКОС»», вместо этого определив 19 декабря 2004 г. как дату нанесения ущерба Истцам.⁴³ Третейский суд также постановил, что Истцы «имели право выбрать дату экспроприации или дату вынесения судебного решения в качестве даты оценки», в зависимости от того, какая из них ведет «к наибольшему размеру установленных убытков».⁴⁴
41. Ни г-н Качмарек, ни я не предлагали оценку ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на 19 декабря 2004 г. или на дату вынесения Окончательных арбитражных решений (30 июня 2014 г.), и ни одна из этих дат не рассматривалась на слушании. В Окончательных арбитражных решениях Третейский суд рассчитал стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по состоянию на 19 декабря 2004 г. и 30

⁴¹ Окончательные арбитражные решения, пп. 1759-1762.

⁴² Второе экспертное заключение г-на Качмарека, п. 155.

⁴³ Окончательные арбитражные решения, пп. 1760-1762.

⁴⁴ Окончательные арбитражные решения, п. 1777.

июня 2014 г., скорректировав стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не», чтобы она отражала изменения (вперед и назад во времени) в Индексе РТС нефти и газа («Индекс РТС»), который Третейский суд посчитал надежным индикатором показателей деятельности за этот период группы сопоставимых российских нефтегазовых компаний. В отличие от модели сопоставимых компаний г-на Качмарека, которая исходила из сопоставимости ОАО «НК «ЮКОС» с компаниями его уровня на конкретный момент времени, использование Индекса РТС для корректировки стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» с учетом изменений во времени исходит из того, что ежегодные экономические показатели деятельности ОАО «НК «ЮКОС» были сопоставимы с показателями деятельности компаний, включенных в расчет Индекса РТС. Как разъясняется в Разделе Е, это допущение имело крайне важные последствия для определения Третейским судом суммы дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не».

42. Подход Третейского суда к оценке ОАО «НК «ЮКОС» нестандартен, и я считаю его неточным, поскольку он сначала оценивает гипотетическое ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на произвольно выбранную дату (какой Третейский суд посчитал 21 ноября 2007 г.), а затем корректирует эту стоимость по времени, выводя стоимость ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на даты оценки, определенные самим Третейским судом. Было бы предпочтительней, если бы Третейский суд вместо этого попросил г-на Качмарека и меня оценить ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на 19 декабря 2004 г. и 30 июня 2014 г. И г-н Качмарек, и я предложили сделать это, если Третейский суд заключил бы, что 19 декабря 2004 г. и дата вынесения Окончательных арбитражных решений были подходящими датами оценки. В моем Первом экспертном заключении я указал, что «решение Третейского суда о том, что является, а что не является нарушением международного договора, – необходимая предпосылка для расчета убытков»,⁴⁵ а г-н Качмарек предложил в его Втором экспертном заключении обновить его оценку ОАО «НК «ЮКОС» «на дату, более близкую к слушанию или вынесению Арбитражного

⁴⁵

Первое экспертное заключение г-на Доу, пп. 21, 28-33.

решения».⁴⁶ Мы могли бы оценить ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на даты, избранные Третейским судом, используя стандартные методы.

43. В моем Первом экспертном заключении я отметил, что использование произвольной даты после совершения предполагаемых нарушений международного договора для оценки ОАО «НК «ЮКОС» несет с собой существенный риск «значительных и, как представляется, произвольных колебаний в расчете суммы убытков, относящихся к ущербу, понесенному в момент совершения предполагаемых нарушений».⁴⁷ Подход Третейского суда иллюстрирует эту проблему. Использование иной даты, нежели 30 июня 2014 г., в его методике может привести к колоссальным колебаниям в стоимости. К примеру, при использовании методики Третейского суда, но с применением стоимости на момент закрытия Индекса РТС на 5 ноября 2014 г. ведет к расчету стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» в сумме приблизительно 36,5 млрд долларов США,⁴⁸ которая более чем на 6 млрд долларов США меньше стоимости по сценарию «если бы не», которую определил Третейский суд по состоянию на 30 июня 2014 г.⁴⁹
44. Представляется, что Третейский суд попытался смягчить последствия этих произвольных колебаний стоимости, использовав – для оценки им стоимости акций на 30 июня 2014 г., но не для оценки стоимости акций на 19 декабря 2004 г. или стоимости на основании индекса на 21 ноября 2007 г. – средние стоимости по Индексу РТС на момент закрытия за шесть месяцев.⁵⁰ Я не вижу какого-либо экономического обоснования для применения шестимесячного среднего значения вместо значения за какой-либо иной период, и тем более для применения этого среднего значения лишь к одному элементу в расчетах Третейского суда, и Третейский суд никакого обоснования

⁴⁶ Второе экспертное заключение г-на Качмарека, п. 155.

⁴⁷ Первое экспертное заключение г-на Доу, п. 31.

⁴⁸ Стоимость на момент закрытия Индекса РТС на 5 ноября 2014 г. составляла 160,14. «Ежедневные показатели Индекса РТС нефти и газа», Московская биржа, <http://moex.com/en/index/stat/dailyhistory.aspx?code=RTSog>. Соотношение между этой стоимостью и стоимостью на момент закрытия на 21 ноября 2007 г. (267,8) составляет 0,597984. Умножение этого коэффициента на стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС», рассчитанную Третейским судом по сценарию «если бы не» по состоянию на 21 ноября 2007 г. (61 075 800 000 долларов США), дает 36 522 324 914 долларов США.

⁴⁹ Окончательные арбитражные решения, Таблица Т2.

⁵⁰ Окончательные арбитражные решения, Таблицы Т2, Т8.

не предоставил. В любом случае, даже при использовании средних стоимостей по Индексу РТС на момент закрытия за шесть месяцев до 5 ноября 2014 г. стоимость акционерного капитала по сценарию «если бы не» выходит почти на миллиард долларов меньше той, которую определил Третейский суд на 30 июня 2014 г.⁵¹

(е) *Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»*

45. Третейский суд также разработал собственную методику расчета дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» за период после 2007 г. по сценарию «если бы не». Это было отчасти необходимо ввиду отклонения Третейским судом 21 ноября 2007 г. как даты оценки. После заключения о том, что ОАО «НК «ЮКОС» было экспроприировано 19 декабря 2004 г. и что убытки Истцов должны определяться на 30 июня 2014 г. (дату Окончательных арбитражных решений) по сценарию «если бы не», в котором Истцы продолжали бы владеть их акциями в ОАО «НК «ЮКОС» в течение десятилетия между этими датами, Третейский суд заключил, что было необходимо установить сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за каждый год с 2004 по 2014 гг. Поскольку все, кроме одной, моделей г-на Качмарека рассчитывали убытки Истцов по состоянию на 21 ноября 2007 г. (с единственным исключением – расчетом стоимости ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на 1 января 2012 г.), эти модели предполагали, что Истцам будут вместо этого присуждены проценты за период с указанной даты по дату Окончательных арбитражных решений, а не некие гипотетические дивиденды.
46. При расчете дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», Третейский суд взял за отправную точку соотношение свободного денежного потока к акционерному капиталу, включенное в модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека, даже невзирая на то, что модель страдала от тех же основополагающих недочетов, которые вынудили Третейский суд отказаться от его модели ДДП за 2007 г. Третейский суд

⁵¹ Средняя стоимость на момент закрытия Индекса РТС за период с 5 мая по 5 ноября 2014 г. составляет 183,2787597. «Ежедневные показатели Индекса РТС нефти и газа», Московская биржа, <http://moex.com/en/index/stat/dailyhistory.aspx?code=RTSog>. Соотношение между этой стоимостью и стоимостью на момент закрытия на 21 ноября 2007 г. (267,8) составляет 0,684386705. Умножение этого коэффициента на стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС», рассчитанную Третейским судом по сценарию «если бы не» по состоянию на 21 ноября 2007 г. (61 075 800 000 долларов США), дает 41 799 465 538 долларов США. Это на 825 878 077 долларов США меньше стоимости акционерного капитала, рассчитанной Третейским судом по сценарию «если бы не» на 30 июня 2014 г.

далее скорректировал эти денежные потоки, во-первых, для учета того, на что Третейский суд сослался как на собственные «корректировки» цифр, рассчитанных г-ном Качмарек, а затем, чтобы отразить собственные дальнейшие корректировки Третейского суда.⁵² Ни г-ну Качмарек, ни мне не была предоставлена возможность прокомментировать методику или корректировки Третейского суда.

Е. Осуществление Третейским судом его полномочий по усмотрению

47. Прежде, чем проанализировать недочеты в методике Третейского суда, я хотел бы предложить ряд замечаний, как экономист, касательно осуществления Третейским судом его усмотрения при присуждении Истцам убытков на сумму более 50 млрд долларов США.
48. Ссылаясь на осуществление Третейским судом его усмотрения, я имею в виду, в частности, принятие Третейским судом собственного нестандартного подхода к расчету убытков, основанного на комбинировании элементов моделей г-на Качмарек между собой весьма неожиданным образом. Этот подход весьма сильно отличался от всего, что предлагали, могли предвидеть или имели возможность прокомментировать г-н Качмарек или я. Мне хотелось бы подчеркнуть этот момент, поскольку настоящее Заключение не касается *самих по себе* ошибок Третейского суда, но только тех ошибок, в отношении которых мне не была предоставлена возможность высказать свое мнение.
49. Третейские суды зачастую осуществляют определенную степень усмотрения при присуждении убытков, и зачастую для этого не требуется, чтобы стороны или их эксперты после того, как они выскажут свои мнения, имели дальнейшую возможность прокомментировать предлагаемый третейским судом подход к убыткам. Существуют, однако, особые обстоятельства, при которых, я полагаю, третейскому суду следует предоставить сторонам дополнительную возможность быть выслушанными. На мой взгляд, убытки, присужденные в настоящем деле, являются примером значительных ошибок, которые могут иметь место в случае выхода третейским судом за рамки его судейского усмотрения и разработки им собственной нестандартной методики, которая в существенной степени отходит от заявлений сторон, без предоставления сторонам

⁵²

Окончательные арбитражные решения, пп. 1800-1811.

возможности представить свои замечания. Ниже я указываю на ряд ключевых обстоятельств настоящего дела, которые привели меня к такому выводу.

50. Г-н Качмарек оценил ОАО «НК «ЮКОС» на основании результатов, полученных от использования трех разных моделей – модели ДДП, модели сопоставимых сделок и модели сопоставимых компаний. Хотя я был во многом не согласен с ним в том, что касается действия его моделей и оценок, к которым они приводили, каждая из его моделей является одним из *видов* моделей, часто используемых при оценке компаний. Подход, разработанный Третьим судом, – определение стоимости ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по состоянию на произвольную дату, после чего эта стоимость корректируется на другую дату, а затем дополняется дивидендами ОАО «НК «ЮКОС», рассчитанными по сценарию «если бы не», по отдельной и несоместимой модели – напротив, не является стандартным. Хотя этот подход оправдан в некоторых обстоятельствах – например, когда известно, что первоначальная оценка является точной, когда невозможно оценить компанию по состоянию на другую дату, используя стандартную методику, и когда дивиденды компании можно точно оценить – никакие из указанных обстоятельств не имеют место в настоящем деле.
51. Нестандартный подход Третьего суда строился из разных элементов, позаимствованных из двух моделей г-на Качмарека, которые Третьей суд затем «смешал и сопоставил» ранее не известными способами, которые противоречили как друг другу, так и моделям г-на Качмарека. В данном случае, результаты противоречат здравому смыслу и основным экономическим принципам, как я поясню ниже.
52. Третьему суду не следует осуществлять свое усмотрение, если при этом ему приходится полагаться на модель, исходные или выходные данные которой зависят от отклоненной модели, особенно на модель, которая, как устанавливается таким судом, была разработана в обратном порядке, отталкиваясь от желаемого результата, что и произошло в настоящем деле. Осуществление усмотрения в таких обстоятельствах почти наверняка приведет к присуждению необоснованных убытков, как и произошло в настоящем деле, в котором Третьей суд использовал модель сопоставимых компаний г-на Качмарека для определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», даже несмотря на то, что она зависела от

выходных данных, полученных с помощью его нескорректированной методики ДДП. Как я отметил выше, Третейский суд отклонил модель ДДП г-на Качмарека, поскольку он нашел, что на данные этой модели «повлияли заранее сформированные убеждения г-на Качмарека в отношении того, каким должен быть надлежащий результат».

53. Осуществление усмотрения с меньшей степенью вероятности создаст проблемы, если вопросы оценки понятны, а третейский суд может сослаться на широко признанные решения, разработанные экономистами, которые встречались со схожими проблемами оценки в прошлом. Осуществление усмотрения, напротив, вероятно, будет проблематичным в случаях, в которых вопросы оценки находятся за пределами нормальной практики оценки и отсутствует готовый прецедент. В настоящем деле Третейский суд попытался определить убытки по сценарию «если бы не» в отношении компании, которая, как выяснил Третейский суд, фактически прекратила существовать в качестве экономического предприятия за десятилетие до даты ее оценки. Вопросы оценки, с которыми столкнулся Третейский суд, были, таким образом, комплексными, поскольку они требуют построения моделей, которые смогут, в допустимой степени надежно, воспроизвести гипотетические годовые показатели деятельности компании, которая не существует в течение уже десяти с половиной лет.
54. Третейскому суду понадобится осуществить свое усмотрение, если он должен сделать выбор между предложенными оценками убытков в условиях, в которых, вероятнее всего, со стороны сторон или их экспертов не будет представлено никакой дальнейшей информации или наблюдений. В настоящем деле Третейский суд постановил, что убытки Истцов должны рассчитываться по состоянию на 30 июня 2014 г., причем эту дату оценки ни г-н Качмарек, ни я не рассматривали ранее в наших расчетах, и для которой наши заключения не предлагали ни подходящей методики, ни необходимых данных. По моему мнению, Третейскому суду следовало предоставить г-ну Качмареку и мне возможность выразить наши мнения насчет того, каким образом необходимо определять убытки Истцов (на основании определенных Третейским судом дат оценки и иных его заключений) и предложенной самим Третейским судом методики.
55. Наконец, третейскому суду следует быть особенно осторожным при осуществлении своего усмотрения, если совершаемый им выбор оказывает сильное влияние на сумму

присуждаемых убытков. В настоящем деле, я оцениваю сумму безосновательно присужденных ввиду недочетов в нестандартном подходе Третейского суда убытков в размере не менее 21,651 млрд долларов США, то есть более 40 процентов от общей суммы присужденных Истцам убытков.

56. Таким образом, хотя я признаю, что порой третейским судам необходимо осуществлять некоторую степень усмотрения при присуждении убытков, я все же полагаю, что Третейский суд вышел за рамки своего надлежащего усмотрения и что его непредоставление сторонам возможности представить замечания по поводу его собственного нового подхода к убыткам привело к ошибочному присуждению убытков на сумму несколько миллиардов долларов.

Ф. Расчет Третейским судом дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»

57. В этом разделе я проанализирую сумму дивидендов по сценарию «если бы не», которую Третейский суд присудил Истцам. Прежде чем изучить подход и расчеты Третейского суда, я вкратце опишу соотношение между стоимостью акционерного капитала компании и ее дивидендами, поскольку это соотношение является критически важным для понимания фундаментального недостатка в собственном нестандартном подходе Третейского суда.

(а) *Соотношение между стоимостью акционерного капитала компании и ее дивидендами*

58. Доход от инвестиций в акции компании состоит из (а) изменения в стоимости акционерного капитала компании *плюс* (б) дивидендов, выплачиваемых компанией. Для облегчения сравнения между компаниями разной величины и с разной стоимостью акций, оба вида дохода, как правило, выражаются в виде процентного соотношения к стоимости акционерного капитала компании. К примеру, если стоимость акционерного капитала Компании А составляет 100 евро на 1 января и 110 евро на 31 декабря, то доход от стоимости акционерного капитала Компании А за такой год будет составлять 10% ($(110-100)/100 = 0,10$). Если Компания А также выплачивает в таком году дивиденды в сумме 5 евро, то ее акционеры получают дополнительный доход в сумме 5% ($5/100 = 0,05$). Доходность от акций компании в результате выплаты дивиденда (5% в

моем примере) известна как «дивидендный доход» компании.⁵³ Компания А, таким образом, имела бы общий годовой доход в размере 15% за тот год – 10% от суммы увеличения стоимости акционерного капитала Компании А и 5% от суммы выплаты дивидендов Компанией А.

59. Когда компания выплачивает дивиденд, стоимость ее акционерного капитала уменьшается на сумму такого дивиденда. Благополучие ее акционеров, однако, не изменяется, поскольку снижение стоимости акционерного капитала компании в точности компенсируется суммой полученного акционерами дивиденда. К примеру, если стоимость акционерного капитала Компании Б в размере 100 евро включает 10 евро наличных средств, и компания выплачивает дивиденд в размере 5 евро, то стоимость акционерного капитала Компании Б после выплаты дивиденда составит 95 евро, однако ее акционеры получают эти 5 евро в виде наличных средств.
60. При прочих равных условиях, стоимость акционерного капитала компании и ее дивидендный доход находятся в обратном соотношении. Увеличение дивиденда компании, таким образом, снижает темпы роста стоимости ее акционерного капитала. Это происходит потому, что денежные средства, которые были бы в противном случае реинвестированы в компанию, вместо этого выплачиваются ее акционерам и не могут внести вклад в будущую стоимость акционерного капитала компании. Возвращаясь к ранее приведенному мной примеру, если Компания Б вместо этого выплатила бы дивиденды на сумму 10 евро, то незамедлительно после этого ее стоимость акционерного капитала составила бы 90 евро, а у компании было бы на 5 евро меньше наличных средств для инвестиций. При прочих равных условиях, стоимость акционерного капитала Компании Б в результате снизилась бы и росла более медленно, чем если бы компания выплатила только дивиденды на сумму 5 евро.
61. Из этого обратного соотношения следует, что, при прочих равных условиях, стоимость акционерного капитала компании может расти сопоставимыми темпами с компаниями ее уровня, только если она также выплачивает дивиденды по ставкам, сопоставимым с дивидендами компаний ее уровня. В частности, если компания выплачивает дивиденды

⁵³ Дивидендный доход компании (ДД) равен сумме ее дивидендов (Д), выраженной в процентном соотношении к ее стоимости акционерного капитала (СК), или $ДД = [Д / СК] \times 100$. Годовой дивиденд компании, таким образом, равен $ДД \times СК / 100$.

по ставкам выше, чем дивиденды сопоставимых компаний ее уровня, стоимость ее акционерного капитала в будущем неизбежно будет расти медленней, чем стоимость акционерного капитала группы компаний ее уровня, а если она выплачивает меньше дивидендов, то стоимость ее акционерного капитала будет расти быстрее.

62. Методика, разработанная Третейским судом, не учитывала обратное соотношение между дивидендным доходом компании и темпами роста ее акционерной стоимости. Как я разъясняю ниже, г-н Качмарек предусмотрел это обратное соотношение в его моделях ДДП, однако Третейский суд этого не сделал, когда он использовал показатели денежных потоков, включенных в модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека, чтобы *независимо* рассчитать дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не».

(b) *Соотношение между стоимостью акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» и его дивидендами*

63. Обратное соотношение между ростом стоимости акционерного капитала компании и ее дивидендным доходом основывается на прочих равных условиях. Как поясняется непосредственно ниже, Третейский суд дважды обращался к этому вопросу в связи с его собственным расчетом стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», и в обоих случаях установил, что во всех значимых отношениях ОАО «НК «ЮКОС» было сопоставимо с другими компаниями, которые Третейский суд учитывал при расчете стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не». Важным последствием этого вывода является то, что доход от инвестиций по сценарию «если бы не» за период после 2004 г. (дивиденды плюс изменение в стоимости акционерного капитала) по акциям ОАО «НК «ЮКОС» должен приблизительно равняться фактическим доходам по акциям компаний, которые Третейский суд счел сопоставимыми с ОАО «НК «ЮКОС».

64. Третейский суд сначала обратился к этому вопросу при использовании модели сопоставимых компаний г-на Качмарека для определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не». Как я пояснил выше, эта модель основана на анализе «коэффициентов» – то есть, применяет «коэффициенты», основанные на финансовых показателях деятельности сопоставимых компаний в их соотношении с финансовыми показателями деятельности самого ОАО «НК «ЮКОС»

для расчета стоимости ОАО «НК «ЮКОС». Анализ на основании «коэффициентов» неизбежно строится на предположении о том, что компании, для которых рассчитывается «коэффициент», сопоставимы во всех значимых отношениях с оцениваемой компанией. Третейский суд заключил, что в настоящем деле все обстояло именно так, указав, что компании, включенные в модель сопоставимых компаний г-на Качмарека (после исключения государственных и нероссийских компаний) обладали «характеристиками, аналогичными ОАО «НК «ЮКОС» (а именно, по объему добычи, запасам, прибыльности, темпам роста выручки и структуре финансирования)». ⁵⁴ Третейский суд, таким образом, придерживался мнения о том, что прочие условия действительно были равными в том, что касается ОАО «НК «ЮКОС» и компаний, включенных в модель сопоставимых компаний г-на Качмарека. На самом деле, если бы это было не так, Третейский суд не мог бы использовать эту модель для определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не».

65. Этот вопрос вновь возник в связи с использованием Третейским судом изменений в Индексе РТС с 21 ноября 2007 г. (начиная с 19 декабря 2004 г. и до 30 июня 2014 г.) для корректировки стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не». При разъяснении своего решения об использовании Индекса РТС для этой цели, Третейский суд с одобрением отметил, что «обе стороны ссылались на индекс РТС Нефть и Газ как на надежный индикатор, отражающий изменения в стоимости российских нефтегазовых компаний». ⁵⁵ Таким образом, Третейский суд согласился с тем, что ОАО «НК «ЮКОС» и компании, включенные в Индекс РТС, были сопоставимыми во всех отношениях, значимых для изменения стоимости их акционерного капитала в течение этого периода, поскольку Третейский суд не мог бы использовать Индекс РТС в противном случае для корректировки стоимости акционерного капитала самого ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» после 2007 г.

66. Из этого следуют два важных вывода.

⁵⁴ Окончательные арбитражные решения, п. 1715.

⁵⁵ Окончательные арбитражные решения, п. 1788.

Во-первых, ни один из выводов Третьей инстанции не ставит под сомнение обратное соотношение между стоимостью акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» и его дивидендным доходом, или обратное соотношение между стоимостью акционерного капитала и дивидендным доходом компаний, включенных в Индекс РТС.⁵⁶

Во-вторых, дивидендный доход ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за период после 2004 г. должен быть сопоставим с фактическим дивидендным доходом компаний, включенных в Индекс РТС. Если бы это было не так, то стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» не росла бы теми же темпами, что и стоимость группы компаний его уровня (что противоречит заключению Третьей инстанции о том, что она росла именно такими темпами), поскольку выплата ОАО «НК «ЮКОС» дивидендов по более высокой (или более низкой) ставке, чем компаниями, включенными в Индекс РТС, повлекла бы рост стоимости его акционерного капитала более медленными (или более быстрыми) темпами, чем стоимость компаний его уровня.

67. Мне хотелось бы пояснить, что вывод Третьей инстанции о том, что стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» следовала бы стоимости акционерного капитала компаний, включенных в Индекс РТС, в течение более, чем десяти с половиной лет с 2004 года по 30 июня 2014 г., не основывается на чем-либо, сказанном г-ном Качмарком или мной, и что у меня нет никаких оснований полагать, что дело бы обстояло так. Мне хотелось бы подчеркнуть, что, как только Третьей инстанцией пришел к этому выводу, он должен был зафиксировать сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» на уровне, который соответствует уровню дивидендов, фактически выплаченных в течение этого периода компаниями, включенными в Индекс РТС.
68. В своем Первом экспертном заключении г-н Качмарк прямо согласился, что соотношение свободных денежных потоков ОАО «НК «ЮКОС» к стоимости его

⁵⁶ Вывод части прибыли ОАО «НК «ЮКОС» в его «комплексную» и «непрозрачную» оффшорную структуру также привел бы к более медленному росту стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» после 2007 г. по сравнению с ростом средневзвешенной стоимости акционерного капитала компаний в Индексе, хотя и ввиду причин, никак не связанных с обратным соотношением между стоимостью акционерного капитала компании и ее дивидендами. В пунктах 104-116 ниже я описываю последствия отказа Третьей инстанции учитывать вывод части прибыли ОАО «НК «ЮКОС» при расчете стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. по сценарию «если бы не».

акционерного капитала – которое и он, и Третейский суд использовали как показатель для определения суммы дивидендов по сценарию «если бы не», которые ОАО «НК «ЮКОС» бы гипотетически выплатило – имело обратную связь со стоимостью акционерного капитала компании по сценарию «если бы не».⁵⁷ Признав, что часть суммы свободных денежных потоков ОАО «НК «ЮКОС» к стоимости его акционерного капитала была бы «на практике» реинвестирована в компанию, а не выплачена в качестве дивидендов, он пояснил, что это никак не повлияло бы на итоговую стоимость ОАО «НК «ЮКОС» по его модели, поскольку любое сокращение суммы дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» ввиду реинвестирования суммы свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала компенсировалось бы пропорциональным увеличением стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не».

«Мы признаем, что, на практике, не все свободные денежные средства, генерируемые ЮкосСибнефтью, были бы выплачены акционерам в качестве дивидендов... Однако, поскольку наша оценка ЮкосСибнефти не учитывает такие реинвестируемые свободные денежные средства, будет разумно предположить, что эти свободные денежные средства были бы направлены на выплату дивидендов. Другими словами, если часть этих свободных денежных средств была бы инвестирована в [компанию] вместо выплаты дивидендов, тогда бы наша оценка акционерной стоимости ЮкосСибнефти, рассчитанная в Секции X, была бы пропорционально выше».⁵⁸

69. Из (а) обратного соотношения между дивидендами ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» и стоимостью его акционерного капитала по тому же сценарию, (b) подтверждения г-ном Качмарекком того, что его модель ДДП учитывала это соотношение, и (с) вывода Третейского суда о том, что ОАО «НК «ЮКОС» и компании, включенные в Индекс РТС, были сопоставимыми во всех значимых отношениях, можно сделать пять важных выводов.

Во-первых, г-н Качмарек признал, что «на практике» его модели ДДП преувеличивали сумму свободных денежных потоков к стоимости акционерного

⁵⁷ Г-н Качмарек использовал термин «свободные денежные потоки к стоимости акционерного капитала», имея в виду «денежные потоки, имеющиеся для выплаты держателям обыкновенных акций». Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 83. Под этим я понимаю ссылку г-на Качмарека на денежные потоки компании после оплаты всех ее расходов, включая выплаты процентов.

⁵⁸ Первое экспертное заключение г-на Качмарека, п. 392, сноска 488.

капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», и, соответственно, сумму дивидендов компании по сценарию «если бы не».

Во-вторых, модели ДДП г-на Качмарека включали обратное соотношение между дивидендами и стоимостью акционерного капитала, что подтверждается вышеприведенной цитатой, и были специально направлены на сокращение суммы стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» пропорционально завышению дивидендов компании по сценарию «если бы не».

В-третьих, Третейский суд, определяя сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», взял за отправную точку завышенные показатели свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала, включенные в модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека.

В-четвертых, Третейский суд использовал *только* модель сопоставимых компаний г-на Качмарека и Индекс РТС (но не его модель ДДП) для определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», и стоимость акционерного капитала по сценарию «если бы не» по этой методике *не* была скорректирована для отражения обратного соотношения между его дивидендами по сценарию «если бы не» и стоимостью его акционерного капитала по сценарию «если бы не».

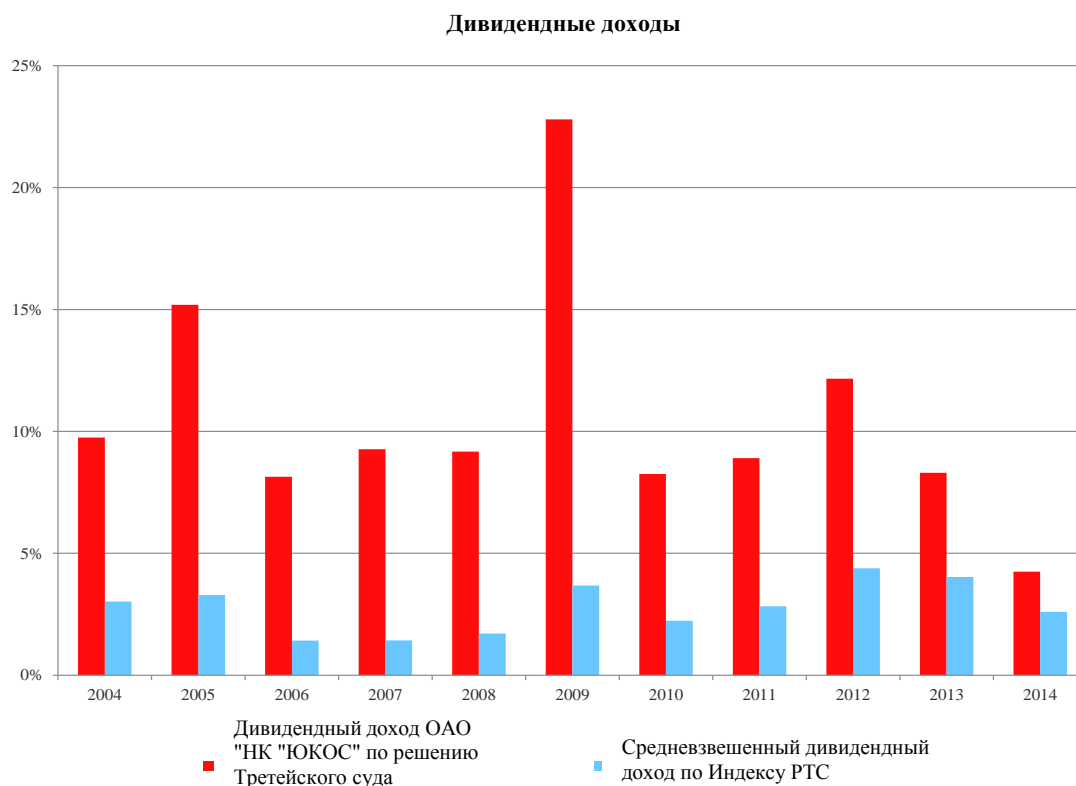
В-пятых, дивидендный доход ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» должен был быть сопоставимым с фактическим дивидендным доходом компаний, включенных в Индекс РТС.

70. Из этих выводов, в частности, четвертый и пятый являются ключевыми для фундаментального недочета собственной нестандартной методики Третейского суда.

(с) *Величина завышения суммы дивидендов по сценарию «если бы не», присужденных Третейским судом*

71. В данном разделе я проанализирую величину завышения суммы дивидендов по сценарию «если бы не», присужденных Третейским судом в результате использования им собственной нестандартной методики.

72. Отказ Третьейского суда учитывать обратное соотношение между ростом стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» и его дивидендным доходом проиллюстрирован графиком, представленным ниже. Этот график указывает за каждый год начиная с 2005 по 2014 гг. (а) дивидендный доход ОАО «НК «ЮКОС» (основанный на (i) сумме дивидендов по сценарию «если бы не», которые, по мнению Третьейского суда, ОАО «НК «ЮКОС» уплатило бы за каждый указанный год, и (ii) стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за такой год, согласно определению Третьейского суда), и (б) исторический средневзвешенный дивидендный доход всех компаний, включенных в Индекс РТС (на основании их фактических дивидендов и стоимости акционерного капитала за такие годы).

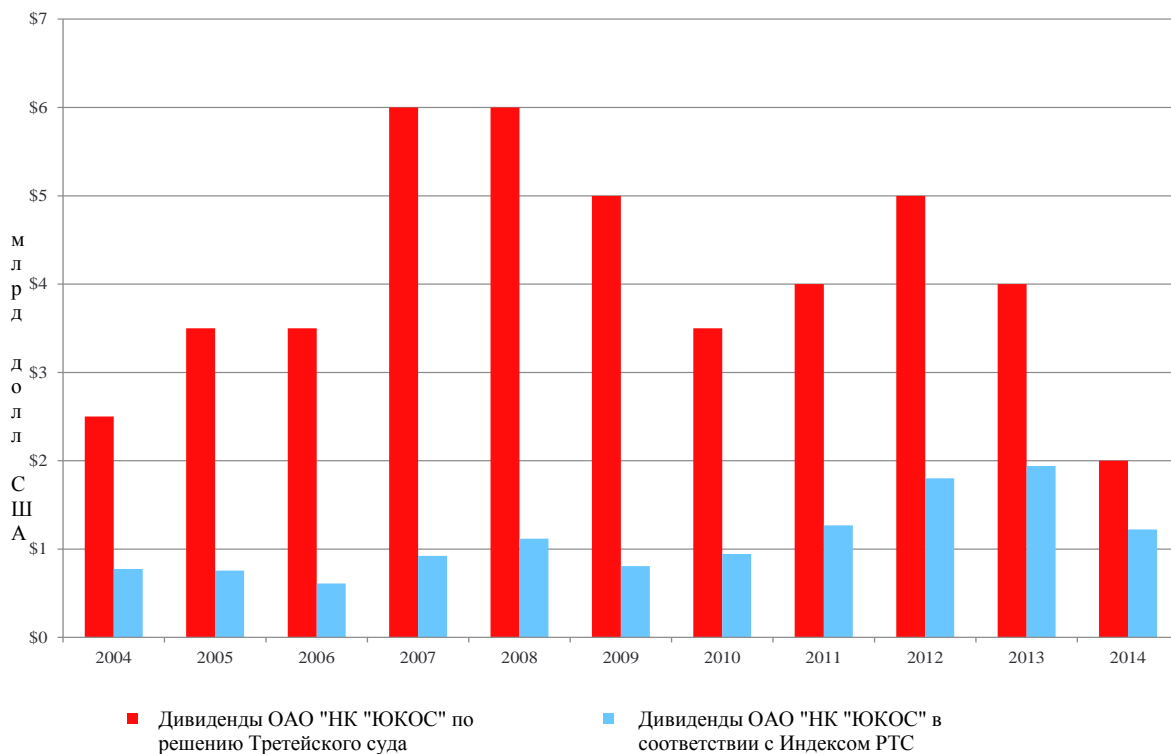


73. График показывает, что дивидендный доход, исходя из дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» и стоимости акционерного капитала по сценарию «если бы не», определенных Третьейским судом (именуемый «Дивидендным доходом ОАО «НК «ЮКОС» по решению Третьейского суда») значительно превышает средневзвешенный дивидендный доход, основанный на дивидендах, фактически выплаченных компаниями, включенными в Индекс РТС. Как я пояснил выше, это не соответствует ключевому

выводу Третьейского суда о том, что ОАО «НК «ЮКОС» было сопоставимо с компаниями в Индексе РТС и что стоимость его акционерного капитала росла теми же темпами, что и стоимость акционерного капитала компаний в указанном Индексе. В Приложении А.1 к настоящему Заключению содержатся мои расчеты дивидендных доходов, указанных в графике выше.

74. Завышение Третьейским судом присужденных им дивидендов по сценарию «если бы не» может быть проиллюстрировано путем сравнения суммы дивидендов по сценарию «если бы не», которые ОАО «НК «ЮКОС» выплатило бы, если бы его дивидендный доход равнялся историческому дивидендному доходу компаний в Индексе РТС. В таблице, представленной ниже, указывается за каждый год, начиная с 2004 по 2014 гг. (а) сумма годовых дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» (в долларах США), основанная на историческом средневзвешенном дивидендном доходе всех компаний, включенных в Индекс РТС, и (б) сумма дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» (в долларах США), определенная Третьейским судом. Данные показатели взяты из Приложения А.1. к настоящему Заключению.

Дивиденды

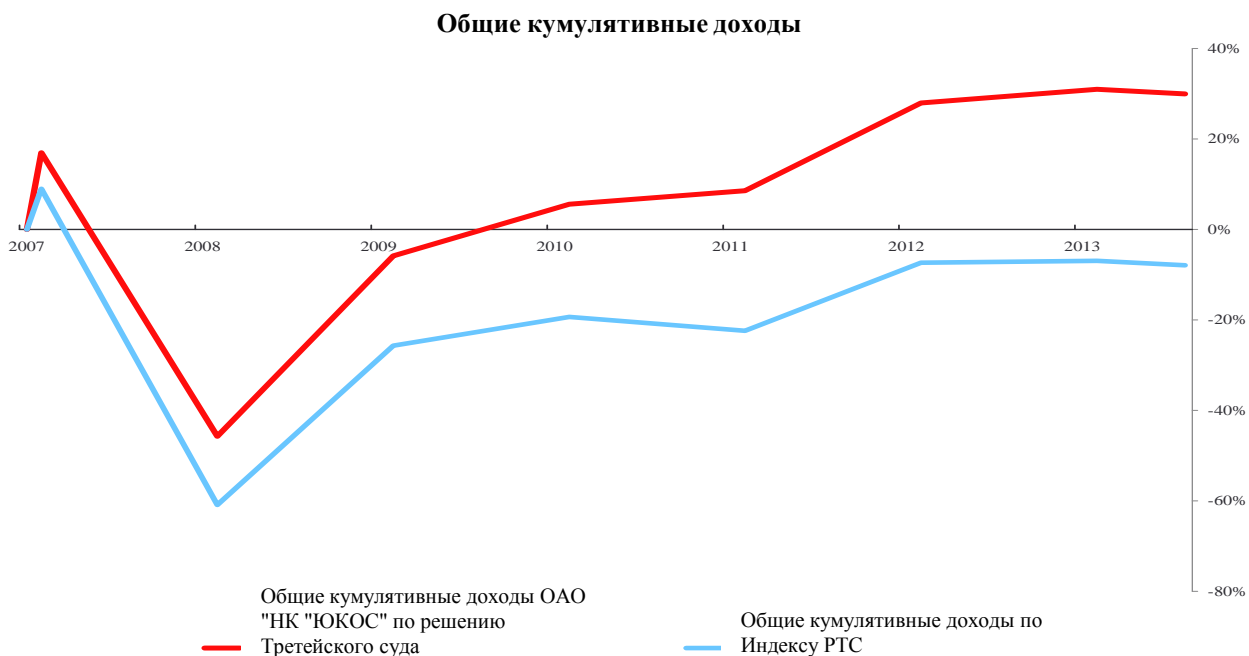


75. Третейский суд определил, что ОАО «НК «ЮКОС» выплатило бы дивиденды по сценарию «если бы не» на общую сумму 45 млрд долларов США за 2004-2014 гг.⁵⁹ Общая сумма дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за указанный период, которая соответствовала бы фактическому дивидендному доходу сопоставимых российских нефтегазовых компаний в Индексе РТС (указанному в графике выше), составила 12,17 млрд долларов США. Разница в размере 32,83 млрд долларов США между этими суммами (45 млрд долларов США – 12,17 млрд долларов США) отражает обоснованное приближенное значение суммы дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», которая была неверно определена Третейским судом *исключительно* в результате его отказа учитывать обратное соотношение между ростом стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» и его дивидендами по сценарию «если бы не». Как показывает данный график, сумма дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по определению Третейского суда более, чем в три с половиной раза превышает сумму дивидендов, которая соответствовала бы историческим дивидендам, уплаченным сопоставимыми российскими нефтегазовыми компаниями.
76. Представленный ниже график иллюстрирует объединенные последствия отказа Третейского суда учитывать обязательную связь между определением Третейским судом того, что стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» следовала бы стоимости акционерного капитала компаний в Индексе РТС, и обратным соотношением между ростом стоимости акционерного капитала компании и ее дивидендным доходом. График показывает за 2008 г. и за каждый последующий год значительное расхождение между (а) общей средневзвешенной исторической доходностью (процентное изменение в стоимости акционерного капитала плюс дивидендный доход) компаний в Индексе РТС, и (б) общей доходностью ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» на основании выводов Третейского суда. Если бы, как заключил Третейский суд, стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» росла теми же темпами, что и стоимость компаний в Индексе РТС, и ОАО «НК «ЮКОС» было бы во всех значимых отношениях сопоставимо с компаниями в Индексе РТС, то общая доходность ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию

⁵⁹ Окончательные арбитражные решения, п. 1812.

«если бы не» не могла существенно превышать историческую доходность компаний в Индексе РТС.

77. Одним из неизбежных последствий этого несоответствия является то, что стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» и его дивиденды по сценарию «если бы не» согласно решению Третьей инстанции не могут оба быть верными. ОАО «НК «ЮКОС» могло бы либо платить дивиденды по более высокой ставке, и тогда стоимость акционерного капитала в 2014 году была бы ниже, или платить меньше дивидендов, и тогда стоимость его акционерного капитала в 2014 году бы увеличилась, но оно не могло бы одновременно платить больше дивидендов и иметь более высокую стоимость акционерного капитала в 2014 году.



78. Если бы между 21 ноября 2007 г. и 30 июня 2014 г. Истцы владели акциями в гипотетической компании, чьи показатели деятельности следовали Индексу РТС, то, согласно этому графику, их инвестиции *потеряли* бы около 8% своей стоимости (несмотря на дивиденды, которые Истцы бы получили за эти годы). График также показывает, что убытки, присужденные Третьей инстанцией, исходят из того, что Истцы бы вместо этого реализовали *прибыль* в размере 30% от их долей по сценарию «если бы не» за тот же период. Мой расчет этих показателей представлен в Приложениях А.2 и

А.3 к настоящему Заключение. Это существенное расхождение противоречит предположению Третьейского суда о том, что ОАО «НК «ЮКОС» и компании в Индексе РТС были сопоставимы во всех значимых отношениях. Оно происходит ввиду фактического повторного засчитывания Третьейским судом денежных потоков ОАО «НК «ЮКОС» – в первый раз при определении стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», и во второй раз при независимом расчете дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не».

79. Я пересчитал убытки, присужденные Истцам, чтобы учесть сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», которая получается ввиду недочетов в методике Третьейского суда, в частности, при комбинировании им нестандартными способами элементов, взятых из модели ДДП г-на Качмарека (использованной при расчете дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»), с элементами, взятыми из его модели сопоставимых компаний и Индекса РТС (использованного для независимого расчета акционерной стоимости ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»). Затем я учел (а) проценты, присужденные Третьейским судом по этим экономически необоснованным дивидендам, (b) долю участия Истцов в ОАО «НК «ЮКОС», и (c) оценку Третьейским судом собственной встречной вины ОАО «НК «ЮКОС». Мои расчеты показывают, что убытки, присужденные Истцам в отношении дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», и проценты по этим дивидендам не должны были превышать 7,26 млрд долларов США, по сравнению с 27,48 млрд долларов США, фактически присужденных Третьейским судом. Мои расчеты в подтверждение этих цифр изложены в Приложении А.1.

(d) *Фундаментальные недочеты в моделях ДДП г-на Качмарека за 2007 г. и 2012 г.*

80. Теперь я поясню, почему использование Третьейским судом модели ДДП за 2012 г. г-на Качмарека было неправомерным даже в качестве «отправной точки» для определения им дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не». Эта модель представляла собой обновленную версию модели ДДП за 2007 г. г-на Качмарека, с заменой некоторых (но не всех) его прежних прогнозов и предположений историческими данными после 2007 г. (но не историческими данными ОАО «НК

«ЮКОС»». ⁶⁰ Как уже пояснялось выше в пунктах 32-33, Третейский суд заключил, что его модели ДДП за 2007 г. «не следует придавать большого значения», что она «не является достаточно надежной, чтобы присудить на ее основании компенсацию ущерба по данному делу», и что «на выполненный им анализ ДДП повлияли заранее сформированные убеждения в отношении того, каким должен быть надлежащий результат». ⁶¹ Как также было указано выше, Третейский суд далее определил, что он был «не в состоянии отделить [денежные потоки в его модели ДДП за 2012 год] от представленной Истцами модели ДДП [за 2007 год], которая подверглась сильной критике со стороны эксперта и юридического консультанта Ответчика». ⁶²

81. В случае его модели ДДП за 2007 г. – единственной, предложенной Истцами в качестве основания для расчета их убытков – Третейский суд прямо отказался использовать ее для этой цели, и те же недочеты в его модели ДДП за 2012 г. должны были привести и к ее отклонению. В свете серьезных проблем с моделями ДДП, которые признал сам Третейский суд, я не думаю, что использование Третейским судом модели ДДП за 2012 г. г-на Качмарека даже в качестве «отправной точки» для определения дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» было оправданным.
82. Я ограничусь только одним примером экономически неправдоподобных результатов, полученных по модели ДДП за 2012 г. г-на Качмарека. Третейский суд отметил, что в этой модели использовались исторические данные после 2007 г. вместо *некоторых* из прогнозов, включенных в его модель ДДП за 2007 г. ⁶³ В случае модели ДДП за 2007 г. г-на Качмарека, цена за нефть основывалась на прогнозе, который он сделал в 2007 г., и в котором не ожидалось, что в 2008 г. начнется Великая рецессия. Напротив, модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека основана на фактических ценах за нефть после 2007 г. Это различие усматривается, например, из двух цен, указанных за баррель нефти в

⁶⁰ Поскольку ОАО «НК «ЮКОС» не существовало в качестве действующего предприятия в течение соответствующего периода, ряд связанных с денежными потоками значений, которые были бы уникальными для ОАО «НК «ЮКОС» – такими как его долгосрочные займы – основывался на допущениях г-на Качмарека даже в рамках его «исторической модели». Второе экспертное заключение г-на Качмарека, Приложение А1.4, сноска 12. Все значения за 2012, 2013 и 2014 годы, кроме того, являются прогнозами г-на Качмарека, а не историческими значениями.

⁶¹ Окончательные арбитражные решения, п. 1785.

⁶² Окончательные арбитражные решения, п. 1799.

⁶³ Окончательные арбитражные решения, п. 1794.

2009 г., при этом модель ДДП за 2007 г. г-на Качмарека содержит прогноз о том, что цена за баррель составит около 84 долларов США, а его модель за 2012 г. указывает историческую цену в размере 60 долларов США за баррель, которая отражает значительный спад в мировой экономике, произошедший в том году.⁶⁴

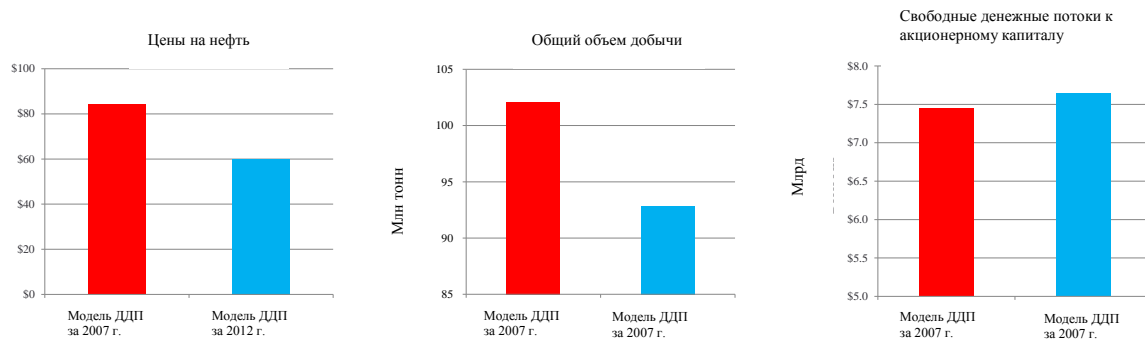
83. Две модели ДДП г-на Качмарека также различались в том, что касается объемов нефти, добытых ОАО «НК «ЮКОС» в 2009 г.: в его модели ДДП за 2007 г. содержался прогноз об общем объеме добычи в размере 102 084 601 тонн, а его модель ДДП за 2012 г. использовала цифру 92 847 111 тонн, фактически добытых за тот год основными бывшими добывающими дочерними предприятиями ОАО «НК «ЮКОС» в собственности ОАО «НК «Роснефть».⁶⁵
84. На представленных ниже графиках указаны суммы свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2009 г., сгенерированные моделями ДДП г-на Качмарека за 2007 и 2012 годы, а также информация о ценах на нефть и объемах добычи, которая использовалась в вышеописанных моделях. Цена за баррель нефти и объем нефти, добытой ОАО «НК «ЮКОС», были несопоставимо выше ключевых показателей свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала компании. Показатели свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала, включенные в модель ДДП за 2007 г. г-на Качмарека, показывают 7,44 млрд долларов США свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2009 г. Весьма неправдоподобно, что, даже несмотря на то, что историческая цена за баррель нефти в 2009 г. и исторический объем нефти, якобы добытый в том году бывшими нефтедобывающими предприятиями ОАО «НК «ЮКОС», которые были использованы в его модели ДДП за 2012 г., обе *ниже* сопоставимых предполагаемых значений за 2009 г., которые были использованы в его модели ДДП за 2007 г., его модель ДДП за 2012 г. генерирует *больше* свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала – приблизительно на 200 млн долларов больше – чем его модель ДДП за 2007 г. за тот же год. Это лишь один из множества примеров экономически неправдоподобных результатов, «черных ящиков»,

⁶⁴ Второе экспертное заключение г-на Качмарека, Приложения J.13 и AJ.13.

⁶⁵ Второе экспертное заключение г-на Качмарека, Приложения J.10 и AJ.10.

которые я имел в виду, когда критиковал модели ДДП г-на Качмарека как «противоречащие здравому смыслу» и предположил, что они могли быть построены в обратном порядке, отталкиваясь от результата, чтобы достичь заранее определенного итога.

Цены на нефть, общий объем нефтедобычи и свободные денежные потоки к акционерному капиталу, ДДП за 2007 и ДДП за 2012



85. Я привожу этот пример, поскольку он иллюстрирует произвольный характер снижения значений, осуществленного Третейским судом при определении суммы дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не». В случае с 2009 г., Третейский суд снизил значение г-на Качмарека за 2009 г. на 34,6%, что в целом соответствует среднему снижению Третейским судом за все годы на 33,0%,⁶⁶ однако не привел никакого пояснения того, почему сокращение примерно на треть было надлежащим в свете неправдоподобности его значений. Я вернусь к этому вопросу в пунктах 92-95 ниже.

(е) *Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» после 2011 г.*

86. Определение Третейским судом дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2012, 2013 и первое полугодие 2014 гг. требует дальнейших комментариев. Отправная точка для расчета Третейским судом этих дивидендов (в отличие от отправной точки для расчета им дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за предыдущие годы) основывалась исключительно на предположениях и прогнозах. (По очевидным причинам, модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека не включала какую-либо историческую информацию за последующие годы). Как отметил Третейский суд, «эксперт Истцов не предоставил никаких данных по соотношению потока свободных

⁶⁶ Окончательные арбитражные решения, п. 1811.

денежных средств к собственному капиталу за период с 2012 г. по 2014 г. ..., [но] Третейский суд смог установить соответствующие суммы на основании методики г-на Качмарека, используя данные, содержащиеся в других разделах заключения г-на Качмарека». ⁶⁷

87. Третейский суд далее пояснил, что «для расчета соотношения потоков свободных денежных средств ОАО «НК «ЮКОС» к его собственному капиталу г-н Качмарек использует следующую формулу: Соотношение потоков свободных денежных средств к собственному капиталу = Потоки свободных денежных средств, получаемые фирмой – Процентные платежи, скорректированные на величину налогов + Изменение чистой задолженности + 20 процентов от дивидендов Сибнефти». ⁶⁸ В действительности, все эти исходные данные Третейский суд попросту скопировал из предположений и прогнозов, осуществленных г-ном Качмареком в его модели ДДП за 2012 г., о чем свидетельствуют цифры и выдержки из Окончательных арбитражных решений, представленные ниже.

Потоки свободных денежных средств, получаемые фирмой (долл. США)		
	Модель ДДП за 2012 г. ⁶⁹	Решение Третейского суда ⁷⁰
2012	8 650 212 831	8 650 212 831
2013	7 838 948 724	7 838 948 724
2014	7 330 053 779	7 330 053 779

Процентные платежи, скорректированные на величину налогов (долл. США)		
	Модель ДДП за 2012 г. ⁷¹	Решение Третейского суда ⁷²
2012	-381 230 527	-381 230 527
2013	-375 218 163	-375 218 163
2014	-373 949 497	-373 494 497

Изменение чистой задолженности (долл. США)		
	Модель ДДП за 2012 г. ⁷³	Решение Третейского

⁶⁷ Окончательные арбитражные решения, п. 1795.

⁶⁸ Окончательные арбитражные решения, п. 1796.

⁶⁹ Второе экспертное заключение г-на Качмарека, Приложение А.1.2.

⁷⁰ Окончательные арбитражные решения, Таблица Т4.

⁷¹ Второе экспертное заключение г-на Качмарека, Приложение А.1.2.

⁷² Окончательные арбитражные решения, Таблица Т5, ячейка А-10.

		суда ⁷⁴
2012	-19 498 383	-19 498 383
2013	18 542 647	18 542 647
2014	71 015 532	71 015 532

Дивиденды Сибнефти: «За период с 2012 по 2014 гг. Третейский суд исходит из допущения о том, что дивиденды Сибнефти были бы равны тем, которые выплачивались в 2010 г.»⁷⁵

88. Определение Третейским судом дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» за период после 2011 г., таким образом, основывалось исключительно на прогнозе денежных потоков, включенных в модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека. Как я указал выше, Третейский суд отметил в отношении указанных денежных потоков, что он был «не в состоянии отделить их от представленной Истцами модели ДДП, которая подверглась убедительной критике со стороны эксперта и юридического консультанта Ответчика».⁷⁶
89. Ниже представлена таблица, показывающая годовую сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», которую, по решению Третейского суда, ОАО «НК «ЮКОС» выплатило бы, (а) основываясь на модели ДДП за 2012 г. г-на Качмарека, (б) основываясь на ряде иллюстративных «корректировок», которые я осуществил для его модели ДДП за 2007 г. (если бы все из моих «корректировок» были приняты Третейским судом), и (с) согласно определению Третейского суда. Та же таблица содержится в пункте 1811 Окончательных арбитражных решений.⁷⁷

⁷³ Второе экспертное заключение г-на Качмарека, Приложение А1.4; рассчитанное как годовое изменение в общей сумме долгосрочных и краткосрочных заимствований ОАО «НК «ЮКОС» за вычетом денежных средств.

⁷⁴ Окончательные арбитражные решения, Таблица Т6, ячейка А-11.

⁷⁵ Окончательные арбитражные решения, п. 1796.

⁷⁶ Окончательные арбитражные решения, п. 1799 и сноски 2397.

⁷⁷ Из таблицы Третейского суда следует, что значения г-на Качмарека и мои являются сопоставимыми экономически возможным образом. Мои значения отражают иллюстративные корректировки, которые я внес в модель ДДП за 2007 г. г-на Качмарека, по которой ОАО «НК «ЮКОС» оценивалось по состоянию на 21 ноября 2007 г. и на основании практически исключительно прогнозов и предположений. Значения г-на Качмарека, напротив, взяты из его модели ДДП за 2012 г., по которой ОАО «НК «ЮКОС» оценивалось по состоянию на 1 января 2012 г. и частично на основании исторических данных, а частично – на основании направленных на будущее прогнозов и предположений. Я не могу предположить какое-либо экономически состоятельное заключение, которое можно было бы получить из сравнения значения свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала, рассчитанного г-ном Качмареком, по в основном прогнозной модели ДДП за

Год	Качмарек	Доу	Суд
2004	3,645	3,218	2,5
2005	4,796	4,489	3,5
2006	4,677	4,396	3,5
2007	8,484	7,670	6
2008	7,819	6,749	6
2009	7,642	5,463	5
2010	4,254	4,842	3,5
2011	6,285	4,283	4
2012	8,395	3,724	5
2013	7,628	3,148	4
2014 (первое полугодие)	3,586	1,310	2
Итого	67,213	49,293	45

90. В этой таблице указывается, что за каждый год с 2004 по 2011 гг. сумма дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», установленная Третьим судом, ниже, чем сумма дивидендов по сценарию «если бы не» за такой год, которую Третейский суд приписал моим «скорректированным» значениям.⁷⁸ Отправной точкой для определения Третьим судом дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2012, 2013 и первое полугодие 2014 гг., напротив, послужили исключительно предположения и прогнозы г-на Качмарека, и для каждого из указанных лет сумма дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», согласно расчетам Третьего суда превышает сумму дивидендов по сценарию «если бы не», которую Третейский суд приписывает моим «скорректированным» значениям.

2007 г. (относительно 2014 г.) с сопоставимыми значениями, рассчитанными по в основном составленной в ретроспективе модели ДДП за 2012 г. По моему мнению, эти два набора значений не имеют между собой совершенно ничего общего.

⁷⁸ Значения, включенные в колонку «Доу», основаны на корректировках, которые я внес, чтобы продемонстрировать, что модель ДДП г-на Качмарека не могла быть использована ни для какой цели. Целью моих «корректировок» ряда ошибок в этой модели было продемонстрировать ее произвольность и недостоверность. Как я указал в моем втором экспертном заключении, по моему мнению, его модель «настолько кишит ошибками и зависит от допущений и непроверяемой информации, что никакие корректировки не сделали бы его выходные значения надежными или полезными. Второе экспертное заключение г-на Доу, пп. 316-317.

91. Чтобы привести числовую оценку последствий отличающегося подхода, принятого Третейским судом при расчете дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» за период после 2011 г., отмечу, что общая сумма дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2004-2011 гг. согласно определению Третейского суда на 17,295% меньше общей суммы дивидендов за указанные годы, которую Третейский суд приписывает моим значениям. Если бы при расчете дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» за период после 2011 г. Третейский суд сократил сумму дивидендов за указанные годы, которую он приписывает моим значениям, на 17,295%, то общая сумма дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2012, 2013 и первое полугодие 2014 гг. составила бы 6,767 млрд долларов США, или на 4,233 млрд долларов США *меньше* 11,0 млрд долларов США, как в действительности рассчитал Третейский суд за эти годы.

(f) *Третейский суд не привел никакого обоснования размера корректировок, которые он осуществил для дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»*

92. Третейский суд скорректировал сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», которую он рассчитал исходя из значений г-на Качмарека и моих предположительно «скорректированных» значений, чтобы учесть три указанных ниже фактора, которые, по мнению Третейского суда, ни г-н Качмарек, ни я не рассмотрели:

(a) риск того, что денежные потоки ОАО «НК «ЮКОС» могли подлежать обложению значительными суммами дополнительного налога, если бы ОАО «НК «ЮКОС» осталось частной компанией;

(b) признанный ОАО «НК «ЮКОС» риск того, что в будущем оно могло столкнуться с необходимостью сокращения его дивидендов вследствие введения изменений в российское законодательство или его толкование; и

(c) риски, связанные с тем, что Третейский суд описал как «комплексную» и «непрозрачную структуру» ОАО «НК «ЮКОС», и, в частности, риск того, что ОАО «НК «ЮКОС» могло вывести часть своих будущих доходов в оффшорные компании, находящиеся в 100% собственности ОАО «НК «ЮКОС», чтобы не

делиться этими доходами с собственными миноритарными акционерами компании.⁷⁹

93. Однако, Третейский суд не привел никакого обоснования *размера* корректировок, которые он осуществил в отношении дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не». Эти корректировки составили сумму 22,213 млрд долларов США в случае со значениями, рассчитанными г-ном Качмарек, и 4,293 млрд долларов США в случае с моими «скорректированными» значениями.
94. Меня удивило, что Третейский суд скорректировал сумму дивидендов на 22,213 млрд долларов США, не приведя какого-либо анализа в поддержку размера его корректировок. Эта сумма является очень крупной в любом контексте, и мне представляется, что Третейскому суду следовало проконсультироваться с г-ном Качмарек и со мной и узнать наше мнение, прежде чем делать такую крупную корректировку.
95. Как разъясняется выше в пунктах 45-46, корректировки Третейского суда включали некоторые из моих корректировок в модель ДДП г-на Качмарека, а также три дополнительных корректировки, внесенные Третейским судом по его собственной инициативе. Поскольку Третейский суд не указал размер каких-либо из его собственных корректировок, я не могу оценить, имеют ли какие-либо из собственных корректировок, осуществленных Третейским судом в значения г-на Качмарека, или его корректировки в целом, надлежащее экономическое обоснование.

Г. Расчет Третейским судом стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»

96. Присужденные Третейским судом убытки включали долю Истцов в стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» по состоянию на 30 июня 2014 г., за вычетом 25% от этой суммы для отражения оценки Третейским судом встречной вины самих Истцов. При определении стоимости ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» на 2014 г., Третейский суд сначала оценил стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г.,

⁷⁹ Окончательные арбитражные решения, пп. 1803-1808.

используя мою *частично* исправленную версию модели сопоставимых компаний г-на Качмарека, а затем скорректировал эту стоимость для учета средневзвешенного изменения в стоимости компаний в Индексе РТС за период между 21 ноября 2007 г. и 30 июня 2014 г.

97. Подход Третейского суда к определению стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. был нестандартным в двух отношениях.

Во-первых, как отмечено в пункте 37 выше, Третейский суд принял *в качестве* стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. значение, которое я представил для иллюстрации того, почему его модель сопоставимых компаний была недостоверной и *не должна была* использоваться для определения такой стоимости.

Во-вторых, Третейский суд определил стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г., с использованием *только* моей *частично* скорректированной версии модели сопоставимых компаний г-на Качмарека, даже несмотря на то, что (а) стоимость акционерного капитала по этой модели зависела от доходов и EBITDA ОАО «НК «ЮКОС», взятых из модели ДДП г-на Качмарека, и (б) при расчете дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», Третейский суд скорректировал его значения ДДП таким образом, что доходы и EBITDA ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. снизились. Это снижение также снизило бы стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», однако этого не произошло согласно методике Третейского суда, поскольку Третейский суд определил стоимость акционерного капитала и сумму дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» независимо друг от друга.

- (а) *Использование Третейским судом значения, представленного мной для доказывания того, почему модель сопоставимых компаний г-на Качмарека не должна использоваться для оценки стоимости ОАО «НК «ЮКОС»*

98. Отклонив модели ДДП и сопоставимых сделок г-на Качмарека, Третейский суд решил использовать его модель сопоставимых компаний для оценки ОАО «НК «ЮКОС», пояснив:

«В отличие от всех остальных методик, описанных выше, методика, сопряженная с анализом сопоставимых компаний, представляется Третейскому суду надежным способом определить стоимость ОАО «НК «ЮКОС». Хотя профессор Доу заявил на Слушании, что он не выполнял анализ, достаточный для полного одобрения суммы, получившейся по итогам его корректировки использованной Истцами методики анализа сопоставимых компаний, он согласился, что это «может быть полезной оценкой». Со своей стороны, Третейский суд считает, что при сложившихся обстоятельствах методика анализа сопоставимых компаний является наиболее целесообразным подходом определения стоимости ОАО «НК «ЮКОС» по состоянию на 21 ноября 2007 г., и поэтому именно она выступает в качестве отправной точки для последующего анализа Третейского суда».⁸⁰

99. Будет полезным, если я приведу некоторые дальнейшие сведения для описания подоплеки решения Третейского суда. Как вкратце описывается в пунктах 25-30 выше, в моем Втором экспертном заключении я проиллюстрировал недостоверность модели сопоставимых компаний г-на Качмарека, показав, что стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. была бы снижена приблизительно на треть, если бы в модель было введено всего лишь два изменения в отношении «сопоставимости». Эта критика касалась «коэффициентов», использованных в модели сопоставимых компаний г-на Качмарека. Я также отметил, что это уменьшение *не* отражало дальнейшее сокращение, необходимое ввиду использования в этой модели ошибочных выходных данных, взятых из модели ДДП г-на Качмарека. Эта критика относилась к значениям денежных потоков и доходов, к которым были применены «коэффициенты» г-на Качмарека в его модели сопоставимых компаний. Указав, что: «Модели г-на Качмарека так плохо составлены и так пестрят ошибками, непоследовательны, со слабо обоснованными или вообще ничем не подкрепленными утверждениями, что для меня не представляется возможным полностью поправить его модель», и что целью моих «корректировок» было «продемонстрировать степень недостоверности анализа г-на Качмарека и указать на порядок величины его ошибок»,⁸¹

⁸⁰ Окончательные арбитражные решения, п. 1787.

⁸¹ Второе экспертное заключение г-на Доу, п. 7 (выделено мной).

я не мог более ясно выразить, что мои частичные «корректировки» его значений по модели сопоставимых компаний все равно не были «верными».⁸²

100. Третейский суд, тем не менее, принял мое значение – предложенное, чтобы проиллюстрировать, почему модель сопоставимых компаний г-на Качмарека *не* должна использоваться для определения стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. – в качестве «наиболее близкой оценки того, сколько стоило бы ОАО «НК «ЮКОС» на 21 ноября 2007 г. в отсутствие экспроприации».⁸³
101. Я нахожу решение Третейского суда весьма удивительным, и я рассматриваю «наиболее близкую оценку» Третейским судом стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. как неверную, а его использование этой оценки для расчета в отношении ОАО «НК «ЮКОС» как необоснованное.
102. Хотя для моего вывода в отношении решения Третейского суда это не существенно, я хотел бы вкратце обратиться к тому, как Третейский суд учел то, что я сказал на слушании в Гааге касательно значения по модели сопоставимых компаний, которое принял Третейский суд. В пункте 1787 Окончательных арбитражных решений Третейский суд указал: «Хотя профессор Доу заявил на Слушании, что он не выполнял анализ, достаточный для полного одобрения суммы, получившейся по итогам его корректировки использованной Истцами методики анализа сопоставимых компаний, он согласился, что это «может быть полезной оценкой»».⁸⁴
103. Говоря, что оценка может быть «полезной», можно подразумевать, на мой взгляд, лишь то, что она может способствовать определению стоимости компании, а не то, что она должна быть «использована» самостоятельно в качестве полноценной оценки. Я также не указывал на слушании, что я не мог дать «полного» одобрения этой суммы, но что я

⁸² Хотя я не корректировал значения денежных потоков и доходов, к которым были применены «коэффициенты» г-на Качмарека, эти значения рассчитаны по его модели ДДП, которую я критиковал и которую Третейский суд отклонил как недостоверную. Тем не менее, Третейский суд опирался на эти значения, включенные в его модель ДДП, внося ряд корректировок, которые я анализирую ниже.

⁸³ Окончательные арбитражные решения, п. 1784.

⁸⁴ Окончательные арбитражные решения, п. 1787 (выделено мной).

«не считаю, что с моей стороны будет ответственным шагом одобрить ее для целей, для которых она не анализировалась [в моем заключении] как полезная».⁸⁵

(b) *Отказ Третейского суда скорректировать стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» для отражения корректировок, осуществленных при определении дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не»*

104. При определении дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», Третейский суд скорректировал по своей инициативе как значения свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала, включенные в модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека, так и то, на что Третейский суд ссылался как на мои «корректировки» к его значениям. И собственные корректировки Третейского суда, и мои «корректировки» снизили бы прибыль ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. и его ЕБИТДА. Как я пояснил в пунктах 19-20 выше, снижение гипотетической прибыли ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. и его ЕБИТДА также привело бы к сокращению стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. согласно модели сопоставимых компаний, использованной Третейским судом. Третейский суд, тем не менее, решил при оценке стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. не делать те же корректировки в прибыли ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 г. и его ЕБИТДА.
105. В частности, Третейский суд внес два разных вида корректировок в показатели свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала, включенные в модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека при определении суммы дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не».

Во-первых, Третейский суд принял некоторые из моих «корректировок», внесенных в модель ДДП г-на Качмарека, «а именно, те, которые относились к толкованию информации, полученной за прошедшие периоды»,⁸⁶ которые он использовал в своей модели ДДП за 2012 г. Третейский суд также в особом порядке

⁸⁵ Устные свидетельские показания г-на Доу, Протокол Слушания, День 12, стр. 48.

⁸⁶ Окончательные арбитражные решения, п. 1800.

отметил, что он принял мои «корректировки» к занижению г-ном Качмарек сумм транспортных расходов ОАО «НК «ЮКОС» и «ряда операционных расходов».⁸⁷

Во-вторых, Третейский суд установил, что ни г-н Качмарек, ни я должным образом не учли три дополнительных риска, которые повлияли бы на показатели свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС».⁸⁸ В частности, Третейский суд заключил, что показатели свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала, включенные в модель ДДП за 2012 г. г-на Качмарека, а затем «скорректированные» мной в той мере, в которой они были приняты Третейским судом, должны быть далее скорректированы для отражения трех дополнительных рисков, упомянутых в пункте 92 выше.

106. Корректировка Третейским судом на транспортные расходы и некоторые иные операционные расходы ОАО «НК «ЮКОС» и его корректировка в сторону снижения дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», основанная на вероятном выводе части прибыли компании и уплате налогов по более высокой ставке, уменьшили бы прибыль ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. и его EBITDA и, соответственно, также сократили бы стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. Тем не менее, Третейский суд решил *не* принимать эти корректировки в расчет при определении стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г.
107. Ввиду причин, разъясняемых ниже, невозможно дать точную количественную оценку последствиям этого недочета в подходе Третейского суда. Я могу, однако, доказать, исходя из осторожных допущений, что это решение привело к завышению стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. на сумму не менее 3,854 млрд долларов США.
108. Третейский суд не привел исчерпывающий перечень моих «корректировок», которые он принял к сведению, или количественную разбивку других корректировок, которые он осуществил по собственной инициативе. Все, что можно сказать определенно, – это то,

⁸⁷ Окончательные арбитражные решения, п. 1801.

⁸⁸ Окончательные арбитражные решения, п. 1803.

что две из моих признанных «корректировок», на которые специально указал Третейский суд – занижение г-ном Качмарекон транспортных расходов и «ряда операционных расходов» ОАО «НК «ЮКОС» – обе уменьшили бы прибыль компании по сценарию «если бы не» за 2007 г. и ее EBITDA.

109. Третейский суд все же включил в пункт 1811 Окончательных арбитражных решений таблицу (которая воспроизведена в пункте 89 выше), где перечисляются суммы дивидендов по сценарию «если бы не», которые, по мнению Третейского суда, ОАО «НК «ЮКОС» уплатило бы за каждый год на основании (а) значений, рассчитанных г-ном Качмарекон, (b) моих «корректировок» в его значения (допуская, вопреки фактам, что Третейский суд принял *все* из моих «корректировок»), и (с) собственных дальнейших корректировок Третейского суда. За каждый год разница между значениями, рассчитанными г-ном Качмарекон и Третейским судом, отражает общую сумму корректировок, сделанных Третейским судом. Эта разница, таким образом, отражает как мои «корректировки» к значениям г-на Качмарека (в той мере, в какой они были приняты Третейским судом), так и собственные дальнейшие корректировки Третейского суда. Для 2007 г. разница между значениями г-на Качмарека и Третейского суда составила 2,484 млрд долларов США (8,484 млрд – 6 млрд долларов США).
110. Впрочем, не все из корректировок, сделанных по собственной инициативе Третейским судом, уменьшили бы сумму прибыли компании по сценарию «если бы не» за 2007 г. или ее EBITDA, и, таким образом, сократили бы стоимость акционерного капитала компании по сценарию «если бы не» за 2007 г. Из трех корректировок, сделанных Третейским судом по его собственной инициативе:
- (a) вывод части прибыли ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. сократил бы как сумму прибыли компании по сценарию «если бы не» за 2007 г., так и ее EBITDA;
 - (b) увеличение налогов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. сократило бы его прибыль по сценарию «если бы не» за 2007 г., но не его EBITDA по сценарию «если бы не» за 2007 г. (поскольку уменьшение EBITDA ОАО «НК «ЮКОС» в результате снижения его прибыли было бы в точности компенсировано увеличением его налогов); и

(с) уменьшение дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. в результате изменений в российском праве не уменьшило бы его прибыль по сценарию «если бы не» за 2007 г. или его EBITDA (поскольку компания выплачивает дивиденды *из* суммы своей прибыли).

111. Описывая три дальнейших корректировки, которые он сделал по собственной инициативе, Третейский суд указал на экономическую значимость, которую он придавал каждой из корректировок. По порядку экономической значимости, Третейский суд (а) сослался на риск того, что ОАО «НК «ЮКОС» вывело бы часть его прибыли в его непрозрачную оффшорную структуру, как, «вероятно», на «наиболее значимый...» риск, (b) описал риск того, что ОАО «НК «ЮКОС» подвергнется налогообложению по повышенным ставкам, как «значимый», и (с) не высказался о значимости того риска, что ОАО «НК «ЮКОС» могло быть вынуждено сократить его дивиденды ввиду изменений в российском праве.⁸⁹
112. Насколько я понимаю, это означает, что наибольшую экономическую значимость Третейский суд придал риску вывода прибыли, среднюю экономическую значимость – риску дополнительных налогов, а наименьшее экономическое значение – риску изменений в политике выплаты дивидендов компании. Но, поскольку Окончательные арбитражные решения не вполне ясны в том, что касается этого вопроса, я осторожно допустил, что каждый риск сократил бы значение свободных денежных потоков к стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. на треть от общей корректировки в сумме 2,484 млрд долларов США, внесенной Третейским судом в расчет г-ном Качмарексом дивидендов по сценарию «если бы не» за 2007 г. – или на 828 млн долларов США (2,484 млрд долларов США/3) для каждого риска.
113. Это допущение является осторожным не только потому, что Окончательные арбитражные решения приписали большее экономическое значение риску вывода прибыли (который уменьшил бы сумму прибыли компании по сценарию «если бы не» за 2007 г. и ее EBITDA) и риску дополнительных налогов (которые уменьшили бы сумму прибыли компании по сценарию «если бы не»), но также потому, что оно не

⁸⁹ Окончательные арбитражные решения, пп. 1803-1812.

придает значения всем моим «корректировкам» касательно транспортных и операционных расходов ОАО «НК «ЮКОС», которые бы уменьшили и сумму прибыли ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г., и его EBITDA.

114. На основании этих допущений, которые я рассматриваю как консервативные, Третьейскому суду следовало:

- (a) уменьшить прибыль ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. по крайней мере на 1,656 млрд долларов США (828 млн + 828 млн долларов США) для отражения риска того, что ОАО «НК «ЮКОС» могло вывести часть своей прибыли и должно было бы выплачивать налоги по более высоким ставкам как частная компания; и
- (b) уменьшить EBITDA ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. по крайней мере на 828 млн долларов США для отражения риска того, что ОАО «НК «ЮКОС» могло вывести часть своей прибыли в его оффшорную структуру.

115. Если рассчитывать стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г., используя ту же модель сопоставимых компаний и те же исходные данные, которые использовал Третьейский суд, за исключением (a) сокращения прибыли ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. на 1,656 млрд долларов США, и (b) сокращения EBITDA компании по сценарию «если бы не» за 2007 г. на 828 млн долларов США, то стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. составила бы 57,221 млрд долларов США, или на 3,854 млрд долларов США меньше суммы в размере 61,076 млрд долларов США, которую установил Третьейский суд.⁹⁰ Мои расчеты в поддержку этих значений содержатся в Приложении В.1.

116. Если стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. далее скорректировать для отражения (a) изменений в Индексе РТС, имевших

⁹⁰ При пересчете стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г. я также использовал ту же структуру капитала 90/10 капитал/задолженность, из которой исходил Третьейский суд. Окончательные арбитражные решения, п. 1783.

место с 21 ноября 2007 г. по 30 июня 2014 г., (b) доли участия Истцов в ОАО «НК «ЮКОС», и (c) оценки Третейским судом собственной встречной вины Истцов, то убытки, присужденные истцам в отношении стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» должны были составить не более 21,115 млрд долларов США, или по крайней мере на 1,422 млрд долларов США меньше суммы, фактически присужденной Истцам. Следует подчеркнуть, что эта сумма представляет осторожную нижнюю границу экономически необоснованных убытков, присужденных Истцам в отношении их доли в стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не», как по причине, поясненной непосредственно выше, так и потому, что мои расчеты не учитывают вывод Третейского суда о том, что ОАО «НК «ЮКОС» могло с высокой долей вероятности вывести часть его прибыли в его «комплексную» и «непрозрачную» оффшорную структуру. Это бы далее уменьшило прибыль и EBITDA ОАО «НК «ЮКОС», а, следовательно, далее уменьшило бы его стоимость акционерного капитала по сценарию «если бы не». Мои расчеты в поддержку этих сумм содержатся в Приложении В.2 и основаны на той же методике и исходных данных, которые использовал Третейский суд, кроме уменьшений прибыли и EBITDA компании по сценарию «если бы не» за 2007 г., которые признал сам Третейский суд при определении суммы дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» по сценарию «если бы не» за 2007 г.

Подписано: 8 ноября 2014 г.

Джеймс Доу

Приложение 1

James Dow

Year of Birth: 1961
Nationality: British
Languages: English (Native), French (Bilingual), Italian (Good) Office
Address: London Business School, Sussex Place
Regent's Park, London NW1 4SA, UK Telephone:
+44 (0)20 7000 8260
Fax: +44 (0)20 7000 8201
E-mail: jdow@london.edu
Web: www.london.edu/faculty/jdow

Present Position

Professor of Finance, London Business School, 1999-.
David Pyott Term Chair, 2008-.

Formerly

Chair of Finance Subject Area, and Director, Institute of Finance and Accounting, London Business School, 2005-2008.
Managing Editor, *Review of Economic Studies*, 1999-2003. Research Dean, London Business School, 1999-2001.
Professor of Economics, European University Institute, 1995-1998.
Head of Economics Department, European University Institute, 1996-97. Associate Professor of Finance, London Business School, 1994-5. Assistant Professor of Finance, London Business School 1989-94. Assistant Professor of Economics, University of Pennsylvania, 1986-88.

Education

Princeton University PhD 1987, Three Essays on Search and Information.
Thesis committee: Hugo Sonnenschein (Chair), Albert S Kyle, Barry Nalebuff, Joseph E Stiglitz. Alfred P Sloan Doctoral Dissertation Fellow 1985-86.

Cambridge University BA (Double First Class in Economics) 1982, MA 1986. Prize scholar, Churchill College, Cambridge University, 1980-83.

Publications

1. "Contractual incompleteness, limited liability and bubbles," with Jungsuk Han, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
2. "Boards, CEO entrenchment, and the cost of capital," *Journal of Financial Economics*, Volume 110, 680-695, 2013.
3. "Noise Trade," with Gary Gorton, entry in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, edited by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume, Palgrave Macmillan, 2008.
4. "CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy," with Clara Raposo, *Journal of Finance*, Vol. 560, no. 6, pp 2701-2727, December 2005.

5. "Equilibrium Investment and Asset Prices under Imperfect Corporate Control," previously entitled "Corporate Finance and Asset Pricing," with Gary Gorton and Arvind Krishnamurthy (Best paper award in corporate finance at the WFA 2003) *American Economic Review* vol.93, no.3, pp 659-681, June 2005.
6. "Is Liquidity self-fulfilling?", previously entitled "Self-sustaining Liquidity in an Asset Market with Asymmetric Information," *Journal of Business*, vol. 77, number 4, pp 895-908, October 2004.
7. "Informed Trading, Investment, and Economic Welfare", with Rohit Rahi, *Journal of Business*, vol. 76, no. 3, pp 430-454, 2003.
8. "What is Systemic Risk? Moral hazard, initial shocks and propagation," *Monetary and Economic Studies*, Vol.18, No.2, December 2000, 1-24.
9. "Should Speculators be Taxed?", with Rohit Rahi, *Journal of Business*, January 2000, vol. 73, no. 1, pp 89-107.
10. "Arbitrage, Hedging, and Financial Innovation", *Review of Financial Studies* vol 11 no 4, 1998, pp 739-755.
11. Comments on "Banks, Markets and the Allocation of Risk in an Economy" by Martin Hellwig, *Journal of Institutional and Theoretical Economics (Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft)*, Vol. 154, No.1, March 1998, 346-351.
12. "Noise Trading, Delegated Portfolio Management, and Economic Welfare", with Gary Gorton, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 5, October 1997, pp 1024-1050.
13. "Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?", with Gary Gorton, *Journal of Finance*, Vol.52, No.3, July 1997, pp 1087-1129.
14. "Profitable Informed Trading in a Simple General Equilibrium Model of Asset Pricing", with Gary Gorton, *Journal of Economic Theory*, Vol. 67, No.2, November 1995.
15. "Lending Resumption in a Reputational Model of Sovereign Debt", with Harold L Cole and William B English, *International Economic Review*, Vol.36, No.2, May 1995, pp 365-385.
16. "Nash Equilibrium under Knightian Uncertainty: Breaking Down Backward Induction", with Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, *Journal of Economic Theory*, Vol. 64, No.2, December 1994, pp 304-324.
17. "Arbitrage Chains," with Gary Gorton, *Journal of Finance*, Vol.49, No. 3, July 1994, pp 819-849. Reprinted in Bruno Biais and Marco Pagano (Eds.), *New Research in Financial Markets*, Oxford University Press and CEPR, 2001.
18. "The Return on the Market and the Social Discount Rate: A Note on Welfare in an Overlapping Generations Model", with Gary Gorton, March 1993, *Economics Letters*, Vol. 43, No.1, November 1993, pp 23-26.
19. "Trading, Communication and the Response of Asset Prices to News", with Gary Gorton, *Economic Journal*, Vol.103, No.418, May 1993, pp 639-646.
20. "Uncertainty Aversion, Risk Aversion and the Optimal Choice of Portfolio", with Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, *Econometrica*, Vol. 60, No.1, January 1992, pp 197-204. Reprinted in Itzhak Gilboa (Ed.) *Uncertainty in Economic Theory: Essays in Honor of David Schmeidler's 65th Birthday*, Routledge Frontiers of Political Economy, 63, 2004.
21. "Excess Volatility of Stock Prices and Knightian Uncertainty", with Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, *European Economic Review*, Vol.36, 1992, pp 631-638.

22. “The Ex-ante Non-optimality of the Dempster-Shafer Updating Rule for Ambiguous Beliefs”, with Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, in Yoram Moses (ed) *Proceedings of the Fourth Conference on Theoretical Aspects of Reasoning about Knowledge*, San Mateo, CA: Morgan Kaufman Publishers, 1992, pp 163-166.
23. “Homothetic Preferences”, with Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, *Journal of Mathematical Economics*, Vol. 21, 1992, pp 389-394.
24. “Search Decisions with Limited Memory”, *Review of Economic Studies*, Vol 58, No 1, January 1991, pp 1-14.
25. “The Consistency of Welfare Judgements with a Representative Consumer”, with Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, *Journal of Economic Theory*, Vol.44, No.2, April 1988, pp 269-280.
26. “Samuelson and Chipman-Moore on Utility-Generated Community Demand”, with Hugo Sonnenschein, in Maurice H Peston and Richard E Quandt (eds): *Prices, Competition and Equilibrium: Essays in Honour of William J Baumol*, Oxford: Philip Allan, 1986.

Current Research Papers

1. “Optimal contract duration for CEOs,” with Clara Raposo.
2. “Resistance to Change,” with Enrico Perotti
3. “Incentives to produce information in financial markets,” with Itay Goldstein and Alexander Guembel.
4. “Should we commit to bailing out the financial system?” with Jungsuk Han

Unpublished Working Papers

1. “Financing Securities Trading”, with Nathalie Rossiensky, November 1999.
2. “Laws of Large Numbers for Non-additive Probabilities”, with Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, 1994.
3. “Knightian-Rational Expectations, Inflationary Inertia and Money Neutrality”, with Mario Henrique Simonsen and Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, 1993.
4. “No Trade Theorems and Non-Bayesian Behavior”, with Vicente Madrigal and Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, London Business School, 1990.
5. “Almost Competitive Price Dispersion”, CARESS - University of Pennsylvania, 1987.
6. “A Note on Almost Competitive Price Dispersion”, 1987.
7. “Arbitrator and Negotiator Behavior under an Appellate System”, with Orley A Ashenfelter and Daniel G Gallagher, 1986.

Teaching Experience

At London Business School

- Corporate Finance, Sloan Fellows Programme, 2002-2013
- Corporate Finance and Valuation, Master in Finance Programme, 2010-2014
- Corporate Finance, full-time MBA and Executive MBA, 1990-1994, 1999-2002, 2004-5
- Advanced Corporate Finance, 1994-1996
- PhD course in Financial Economics, 1990-1994, 1999-2001
- Financial Seminar for Senior Managers (Executive Education, short course) 1992-1994
- Supervised six PhD students, including Norvald Instefjord (placed at Birkbeck College), Nathalie Rossiensky (placed at Duke University), Clara Raposo (placed at Said School, Oxford), Jungsuk Han (placed at Stockholm School of Economics).
- Prize for best teacher in programme, Executive MBA class of January 2003
- Runner up for prize for best teacher in programme, Sloan Fellows programme, 2007.
- Prize for best teacher in programme, Sloan Fellows programme 2008

At the European University Institute

- PhD course in Corporate Finance, 1998
- PhD course in Financial Markets, 1996-1997
- PhD course in Game Theory, 1995-1996
- Supervised six PhD students, including Alexander Guembel (placed at Said School, Oxford), Issam Hallak (placed at Bocconi).

At the University of Pennsylvania

- Undergraduate Microeconomics, 1986-1987
- PhD Microeconomic Theory, 1986-1988

Miscellaneous

Erdős number: 4

Приложения

Приложение А.1 - Сравнение дивидендной доходности

Год	Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» по решению Третейского суда	Индекс нефти и газа РТС	Предполага- емая Третейским судом стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС»	Дивидендная доходность ОАО «НК «ЮКОС»	Средне- взвешенная дивидендная доходность по Индексу РТС	Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» по Индексу нефти и газа РТС	Проценты по соотв. Индексу РТС по дивидендам по 30 июня 2014 г.
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]
2004	\$ 2 500 000 000	112,47	\$ 25 650 467 610	9,75%	3,02%	\$ 773 861 483	\$ 249 152 443
2005	\$ 3 500 000 000	101,04	\$ 23 043 684 959	15,19%	3,29%	\$ 757 166 937	\$ 218 117 080
2006	\$ 3 500 000 000	188,48	\$ 42 985 686 273	8,14%	1,42%	\$ 610 854 230	\$ 155 266 928
2007	\$ 6 000 000 000	283,97	\$ 64 763 610 627	9,26%	1,42%	\$ 922 870 956	\$ 203 299 243
2008	\$ 6 000 000 000	286,94	\$ 65 440 963 600	9,17%	1,71%	\$ 1 117 188 900	\$ 208 244 011
2009	\$ 5 000 000 000	96,18	\$ 21 935 289 186	22,79%	3,68%	\$ 806 587 135	\$ 123 012 604
2010	\$ 3 500 000 000	186,02	\$ 42 424 646 438	8,25%	2,23%	\$ 945 165 542	\$ 112 115 537
2011	\$ 4 000 000 000	196,97	\$ 44 921 957 901	8,90%	2,82%	\$ 1 267 790 560	\$ 107 419 894
2012	\$ 5 000 000 000	180,29	\$ 41 117 834 137	12,16%	4,38%	\$ 1 801 706 125	\$ 61 059 821
2013	\$ 4 000 000 000	211,18	\$ 48 162 761 180	8,31%	4,03%	\$ 1 939 553 935	\$ 98 606 922
2014	\$ 2 000 000 000	206,41	\$ 47 074 891 255	4,25%	2,60%	\$ 1 222 626 614	\$ 20 723 521

Итого	[A]	\$ 45 000 000 000				\$ 12 165 372 415	\$ 1 557 018 003
Средневзвешенный годовой доход	[B]	\$		10,56%	2,78%		
Доля Истцов в общей сумме	[C]	\$ 31 723 467 658				\$ 8 576 173 297	\$ 1 097 644 672
Доля общей суммы в общей сумме присужденных убытков	[D]	\$ 23 792 600 744				\$ 6 432 129 973	\$ 823 233 504
Общая сумма процентов на дивиденды, присужденные Третейским судом	[E]	\$ 3 691 205 228					
Общий процент на дивиденды, присужденный Третейским судом	[F]	\$ 27 483 805 972					
Общая сумма дивидендов и процентов в соответствии с Индексом нефти и газа РТС	[G]	\$ 7 255 363 477					
Излишек дивидендов и процентов, присужденных Третейским судом	[H]	\$ 20 228 442 495					

Источники и примечания:

[1]: Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС», указанные по Окончательным арбитражным решениям, п. 1811.

[2]: Значения Индекса нефти и газа РТС отражает значение Индекса на момент закрытия на последний день торгов в предшествующем году, как это отражено по ссылке <http://moex.com/en/index/stat/dailyhistory.aspx?code=RTSog>.

[3]: Примененные Третейским судом данные о стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» равны значению на момент закрытия Индекса нефти и газа РТС, показанному в колонке [2], деленному на значение на момент закрытия Индекса нефти и газа РТС на 21 ноября 2007 г. (то есть, 267,8) умноженному на стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» на 21 ноября 2007 г. по определению Третейского суда (то есть, 61,076 млрд долл. США). См. Окончательные арбитражные решения, пп.1815, 1821.

[4]: Дивидендная доходность ОАО «НК «ЮКОС» по решению Третейского суда = [1] / [3].

[5] Вычисленные путем умножения дивидендной доходности каждой из компаний, включенных в Индекс за такой год, на весовой коэффициент акционерного капитала такой компании, представленный в расчете Индекса нефти и газа РТС, и суммы этих значений. За период с 2005 по 2010 гг. эти весовые коэффициенты доступны по ссылке <http://moex.com/a912>. За период после этого, они взяты по ссылке <http://moex.com/en/index/RTSog/constituents/>. Дивидендная доходность каждой фирмы в конкретном году основана на дивидендах с акции, объявленных компанией в том году, разделенных на цену акций компании в начале последующего года, исходя из дивидендов, указанных на Bloomberg, и цен на акции на ММВБ, и, в случае необходимости, в других источниках. Что касается 2004 года, за который данные, необходимые для завершения этого анализа, были недоступны, значение в колонке [5] отражает среднее арифметическое стоимости капитала в колонке [5] за оставшиеся годы.

[6]: Дивиденды ОАО «НК «ЮКОС» в соответствии с Индексом нефти и газа РТС = [5] x [3].

[7]: Проценты по согласованным с РТС дивидендам по 30 июня 2014 г. являются результатом применения процентных факторов Третьейского суда (в соответствии с таблицей Т7 Окончательных арбитражных решений, Приложения, стр. А-12) для Дивидендов ОАО «НК «ЮКОС» в соответствии с Индексом нефти и газа РТС (например, колонка [6]).

[А]: Общая сумма отражает сумму значений в столбцах [1], [6] или [7], соответственно.

[В]: Средневзвешенные годовые доходы отражают простое среднее значение сумм, указанных в столбце [4] или столбце [5], соответственно.

[С]: Доля Истцов в общей сумме равняется общей сумме дивидендов или процентов в строке [А], умноженных на совокупную долю Истцов в ОАО «НК «ЮКОС» (70,4965947960625%). См. Окончательные арбитражные решения, п. 1816.

[D]: Доля общей суммы в сумме присужденных убытков – это пропорциональная доля общей суммы процентов или дивидендов Истцов в строке [С], сниженная на 25% за счет встречной вины Истцов согласно постановлению Третьейского суда. См. Окончательные арбитражные решения, п. 1827.

[E]: Общая сумма процентов по дивидендам, присужденная Третьейским судом, составляет общую сумму процентов по решению Третьейского суда по дивидендам ОАО «НК «ЮКОС» (из таблицы Т3 Окончательных арбитражных решений), умноженных на общую долю Истцов в ОАО «НК «ЮКОС» (70,4965947960625%), сниженную на 25% за счет встречной вины Истцов согласно постановлению Третьейского суда.

[F]: Общая сумма дивидендов и процентов, присужденных Третьейским судом = столбец [1] строки [D] + [E].

[G]: Общая сумма дивидендов и процентов в соответствии с Индексом нефти и газа РТС равна сумме столбца [6] строки [D] и столба [7] строки [D].

[H]: Излишек суммы дивидендов и процентов, присужденной Третьейским судом, равен [F] - [G].

**Приложение А.2 - Общая кумулятивная доходность с 21 ноября 2007 г.
согласно Арбитражному решению Третьейского суда**

Дата Индекса	Значение Индекса нефти и газа РТС на дату Индекса	Дивидендный доход ОАО «НК «ЮКОС» по решению Третьейского суда	Предполагаемая сумма дивидендов на единицу Индекса	Предполагаемая сумма процентов на единицу Индекса	Общая кумулятивная стоимость на единицу Индекса	Общий кумулятивный доход
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
21/11/07	267,80				\$267,80	
31/12/07	286,94	9,17%	\$26,31	\$0,00	\$313,25	17,0%
31/12/08	96,18	22,79%	\$21,92	\$0,89	\$145,30	-45,7%
31/12/09	186,02	8,25%	\$15,35	\$1,63	\$252,12	-5,9%
31/12/10	196,97	8,90%	\$17,54	\$2,15	\$282,77	5,6%
31/12/11	180,29	12,16%	\$21,92	\$2,75	\$290,76	8,6%
31/12/12	211,18	8,31%	\$17,54	\$3,49	\$342,68	28,0%
31/12/13	206,41	4,25%	\$8,77	\$4,09	\$350,77	31,0%
30/06/14	203,75				\$348,11	30,0%

Источники и примечания:

[1]: Значение Индекса нефти и газа РТС отражает значение Индекса на момент закрытия на Дату Индекса, как это отражено по ссылке <http://moex.com/en/index/stat/dailyhistory.aspx?code=RTSog>.

[2]: См. Приложение А.1, столбец [4].

[3]: Предполагаемое значение дивидендов на Единицу Индекса = [2] x [1].

[4]: Предполагаемая сумма процентов на Единицу Индекса за каждый год равна ставке процентов за период до вынесения арбитражного решения, определенной Третьейским судом (т.е. 3,389%), умноженной на сумму Предполагаемых сумм дивидендов на Единицу Индекса (т.е., столбец [3]) за предыдущие годы.

[5]: Общее кумулятивное значение на Единицу Индекса за каждый год отражает значение Индекса нефти и газа РТС, указанное в столбце [1], плюс (а) сумма Предполагаемых сумм дивидендов на Единицу Индекса (т.е., столбец [3]) за все предыдущие годы и (б) сумма Предполагаемых сумм процентов на Единицу Индекса (т.е. столбец [4]) за все предыдущие годы.

[6]: Общий кумулятивный доход = [5] / \$ 267,80, выраженные в процентах. \$ 267,80 - это значение Индекса нефти и газа РТС на 21 ноября 2007 г.

**Приложение А.3 - Фактическая общая кумулятивная доходность с 21 ноября 2007 г.
согласно Индексу нефти и газа РТС**

Дата Индекса	Значение Индекса нефти и газа РТС на дату Индекса	Средневзвешенный дивидендный доход по Индексу РТС	Предполагаемая сумма дивидендов на единицу Индекса	Предполагаемая сумма процентов на единицу Индекса	Общая кумулятивная стоимость на единицу Индекса	Общий кумулятивный доход
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
21/11/07	267,80				\$267,80	
31/12/07	286,94	1,71%	\$4,90	\$0,00	\$291,84	9,0%
31/12/08	96,18	3,68%	\$3,54	\$0,17	\$104,78	-60,9%
31/12/09	186,02	2,23%	\$4,14	\$0,29	\$199,05	-25,7%
31/12/10	196,97	2,82%	\$5,56	\$0,43	\$215,99	-19,3%
31/12/11	180,29	4,38%	\$7,90	\$0,61	\$207,82	-22,4%
31/12/12	211,18	4,03%	\$8,50	\$0,88	\$248,10	-7,4%
31/12/13	206,41	2,60%	\$5,36	\$0,59	\$249,27	-6,9%
30/06/14	203,75				\$246,61	-7,9%

Источники и примечания:

[1]: Значение Индекса нефти и газа РТС отражает значение Индекса на момент закрытия на Дату Индекса, как это отражено по ссылке <http://moex.com/en/index/stat/dailyhistory.aspx?code=RTSog>.

[2]: См. Приложение А.1, столбец [4].

[3]: Предполагаемое значение дивидендов на Единицу Индекса = [2] x [1].

[4]: Предполагаемая сумма процентов на Единицу Индекса за каждый год равна ставке процентов за период до вынесения арбитражного решения, определенной Третьим судом (т.е. 3,389%), умноженной на сумму Предполагаемых сумм дивидендов на Единицу Индекса (т.е., столбец [3]) за предыдущие годы.

[5]: Общее кумулятивное значение на Единицу Индекса за каждый год отражает значение Индекса нефти и газа РТС, указанное в столбце [1], плюс (а) сумма Предполагаемых сумм дивидендов на Единицу Индекса (т.е., столбец [3]) за все предыдущие годы и (б) сумма Предполагаемых сумм процентов на Единицу Индекса (т.е. столбец [4]) за все предыдущие годы.

[6]: Общий кумулятивный доход = [5] / \$ 267,80, выраженные в процентах. \$ 267,80 - это значение Индекса нефти и газа РТС на 21 ноября 2007 г.

Приложение В.1 – Оценка ОАО «НК «ЮКОС» на 2007 г. по методу сопоставимых компаний

Коэффициент	Средневзвешенное значение коэффициента	Запасы, объемы добычи, ЕВITDA и прибыль ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год (млн)		Предполагаемая стоимость акционерного капитала (САК) ОАО «НК «ЮКОС»
				(млн)
<u>Оценка по методу сопоставимых компаний, принятая Третейским судом</u>				
САК / Разведанные запасы	[1a]	4,2	\$13 749	\$57 790
САК / Объемы добычи	[1b]	84,1	\$630	\$53 007
САК / ЕВITDA	[1c]	5,3	\$13 041	\$69 211
Цена / Прибыль	[1d]	7,7	\$7 846	\$66 992
	[1e]		Стоимость 20% Сибнефти:	\$6 112
	[2a]		Средневзвешенная предполагаемая стоимость предприятия ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год:	\$67 862
	[3a]		Стоимость акционерного капитала в процентном выражении к стоимости предприятия:	90%
	[4a]		Предполагаемая стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год:	\$61 076
<u>Корректировки, отражающие сумму дивидендов, определенную Третейским судом</u>				
ЕВITDA	[5a]		-\$828	
Прибыль	[5b]		-\$1 656	
<u>Оценка по методу сопоставимых компаний, отражающая консервативные допущения в отношении корректировок на сумму дивидендов по определению Третейского суда, согласно описанию в моем Экспертном заключении</u>				
САК / Разведанные запасы	[6a]	4,2	\$13 749	\$57 790
САК / Объемы добычи	[6b]	84,1	\$630	\$53 007
САК / ЕВITDA	[6c]	5,3	\$12 213	\$64 817
Цена / Прибыль	[6d]	7,7	\$6 190	\$54 258
	[1f]		Стоимость 20% Сибнефти:	\$6 112
	[2b]		Средневзвешенная предполагаемая стоимость предприятия ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год:	\$63 580
	[3b]		Стоимость акционерного капитала в процентном выражении к стоимости предприятия:	90%
	[4b]		Предполагаемая стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год:	\$57 222
Консервативная оценочная величина завышения Третейским судом стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» на 21 ноября 2007 г.	[7]			\$3 854

Источники и примечания:

[1a] - [1f]: См. Второе экспертное заключение г-на Доу, Приложения 16.1 и 16.2.

[2a]: Предполагаемая стоимость предприятия ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год равна среднему значению [1a] - [1d] плюс [1e].

[2b]: Предполагаемая стоимость предприятия ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год равна среднему значению [6a] - [6d] плюс [1f].

[3a] и [3b]: См. Окончательные арбитражные решения, п. 1783.

[4a]: = [2a] x [3a]. Отражает предполагаемую стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» за 2007 год согласно решению Третейского суда. См. Окончательные арбитражные решения, п. 1783.

[4b]: = [2b] x [3b]. Основано на методе, примененном Третейским судом с модифицированными данными.

[5a] и [5b]: Изменения, которые Третейский суд должен был внести в данные по ЕВITDA и прибыли, основываясь на своих выводах относительно значения свободных денежных потоков к собственному капиталу ОАО «НК «ЮКОС». Эти изменения подробно объясняются в тексте моего Экспертного заключения. См. пп. 109-115.

[6a] и [6b]: Идентичны [1a] и [1b].

[6c] и [6d]: Пересчитанные коэффициенты значений [1c] и [1d] с отражением изменений, описанные в строках [5a] и [5b].

[7]: = [4a] - [4b].

Для целей настоящего анализа, чистая задолженность ОАО «НК «ЮКОС» предполагается в размере 6 658 млн долл. США, в соответствии с допущением г-на Качмарека. См. Второе экспертное заключение г-на Качмарека, п. 69.

Приложение В.2 - Влияние корректировок, внесенных в оценку по методу сопоставимых компаний, на сумму присужденных убытков

		Согласно определению Третейского суда	С учетом консервативных корректировок, внесенных для отражения суммы дивидендов, определенной Третейским судом
Стоимость акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» на 21 ноября 2007 г. (млн)	[1]	\$61 076	\$57 222
Соотношение значения Индекса РТС на 21 ноября 2007 г. и средневзвешенного значения за 6 месяцев до 30 июня 2014 г.	[2]	0,697908887	0,697908887
Общая доля Истцов в ОАО «НК «ЮКОС»	[3]	70,4965947960625%	70,49659479606250%
Встречная вина Истцов	[4]	25%	25%
Доля Истцов в стоимости акционерного капитала ОАО «НК «ЮКОС» (млн)	[5]	\$22 537 [A]	\$21 115 [B]
Консервативное оценочное значение завышения Третейским судом суммы убытков Истцов (млн)	[6]	\$1 422	

Источники и примечания:

[1]: См. Приложение В.1.

[2]: См. Окончательные арбитражные решения, п. 1821.

[3]: См. Окончательные арбитражные решения, п. 1816.

[4]: См. Окончательные арбитражные решения, п. 1827.

[5]: = [1] x [2] x [3] x (1 - [4]).

[6]: =[5A] - [5B].