

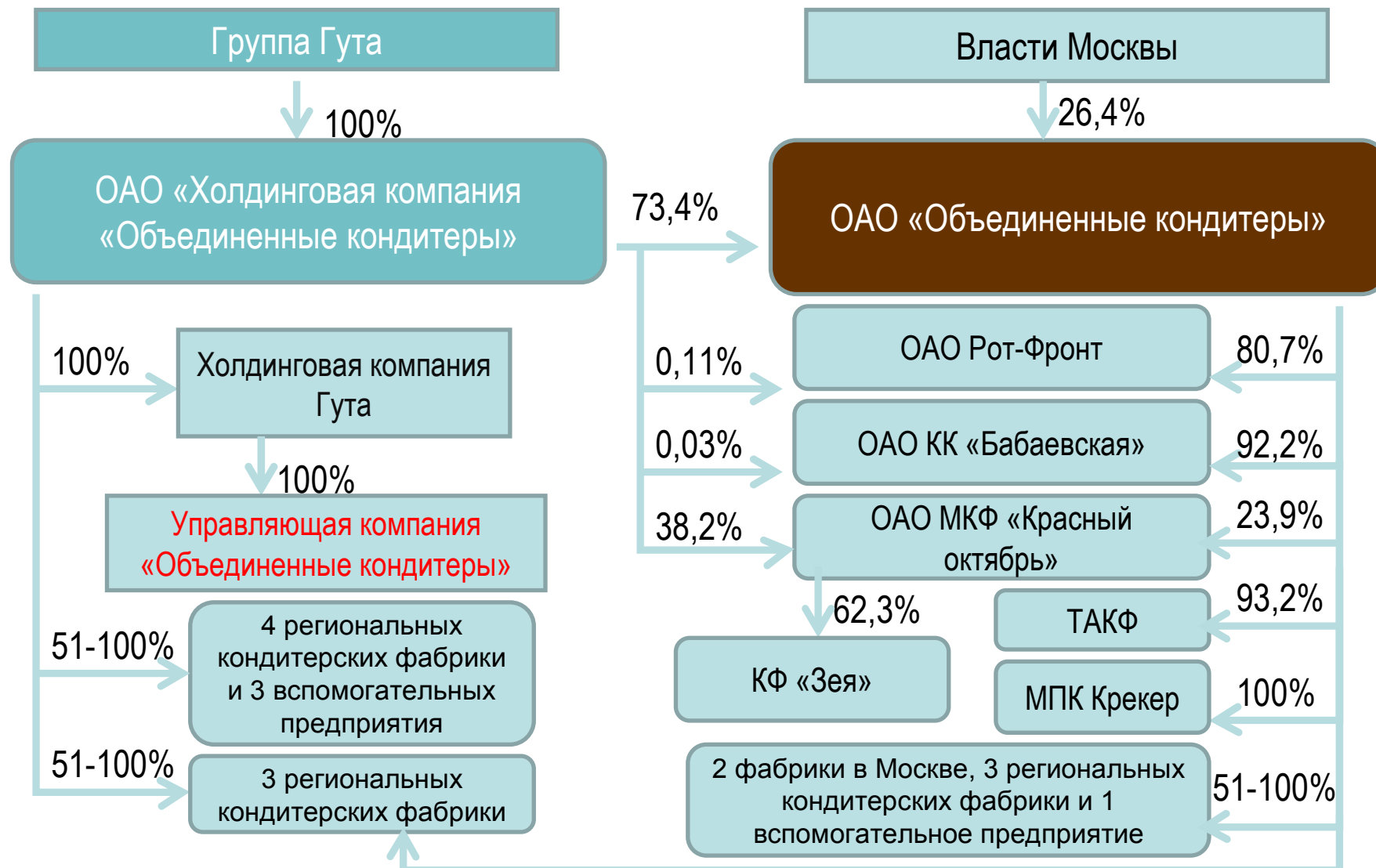


**«Объединенные кондитеры», как отражение  
системных рисков  
корпоративного управления в России**

**Андрей Виньков,  
независимый директор, ОАО «Московская кондитерская фабрика «Красный  
Октябрь», обозреватель журнала «Эксперт»**

**Круглый стол Ассоциации по защите прав инвесторов  
14 декабря 2011**

# Упрощенная структура Группы «Объединенные кондитеры»



# Группа «Объединенные кондитеры»

- «Объединенные кондитеры» - крупнейшая кондитерская группа в России. Занимает порядка 12% российского рынка кондитерских изделий.
- Ведущие бренды Группы – это «Аленка», «Бабаевский», «Вдохновение», «Коровка» и «Рот Фронт», которые являются якорными для всех её операционных сегментов.



# Три кита Группы «Объединенные кондитеры»

- «Рот Фронт», «Красный Октябрь» и «Бабаевский» обеспечивают примерно 66% продаж группы «Объединенные кондитеры». Все три – находятся в центре Москвы



...поэтому московские фабрики «Объединенных кондитеров» это два бизнеса:

Производство шоколада и кондитерских изделий



Недвижимость



# Многочисленные нарушения принципов корпоративного управления в Группе «Объединенные кондитеры»

**ООО «Объединенные кондитеры».** Оказывает услуги по продвижению и маркетингу, осуществляет закупки для фабрик, входящих в Группу. Это могло бы быть нормальной практикой до полной консолидации активов. Но прибыль ООО «Объединенные кондитеры» сопоставима в прибылью двух крупнейших фабрик Группы.

Налицо *трансфертное ценообразование и неправомерное одобрение сделок с заинтересованностью.*



## Из отчета Fitch Ratings:

«Ввиду заметных сделок со связанными сторонами у «Объединенных кондитеров» существуют некоторые риски по корпоративному управлению. Такие сделки означают потенциал оттока денежных средств от «Объединенных кондитеров» в связанные компании»

**Fitch**Ratings

# Многочисленные нарушения принципов корпоративного управления в Группе «Объединенные кондитеры» (продолжение)

В ходе непрозрачной реструктуризации:

- 1) ОАО КК «Бабаевский» потерял контроль над Сормовской кондитерской фабрикой в пользу ООО «Гута-Инвест» и ОАО «ТАКФ»
- 2) ОАО КК «Бабаевский» потерял контроль над «Южуралкондитер» в пользу ООО «Гута-Технологии»
- 3) ОАО «МКФ «Красный октябрь» потеряла контроль над 50,4% ОАО «ТАКФ»
- 4) ОАО «МКФ «Красный октябрь» потеряла контроль над 50,4% ОАО «Ясная поляна»



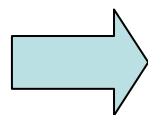
# С приходом Группы ГУТА на «Красный Октябрь» стал терять свои активы...



Еще 7 лет назад «Красный Октябрь» контролировал более 40 производственных и торговых компаний. В том числе, компания владела контрольным пакетом Санкт-Петербургской кондитерской фабрики им. К.Самойловой (99,88%), Тульской КФ «Ясная Поляна» (50,95%), Тамбовской КФ (30,08%), Йошкар-Олинская КФ (50,12%), Пензенской КФ (61,1%), Рязанской КФ, Биробиджанская КФ (100%), Железногорской КФ (56,64%), Коломенской КФ и Егорьевским цехом по производству цукатов. Объем производства по группе «Красный Октябрь» в 2002 году составлял порядка 92 тысяч тонн кондитерской продукции.

**Практически над всеми этими активами Общество, с приходом «Гуты» в 2003 году в качестве мажоритарного акционера, потеряло контроль. Все по номинальной цене перешли под «опеку» «мажоритария».**

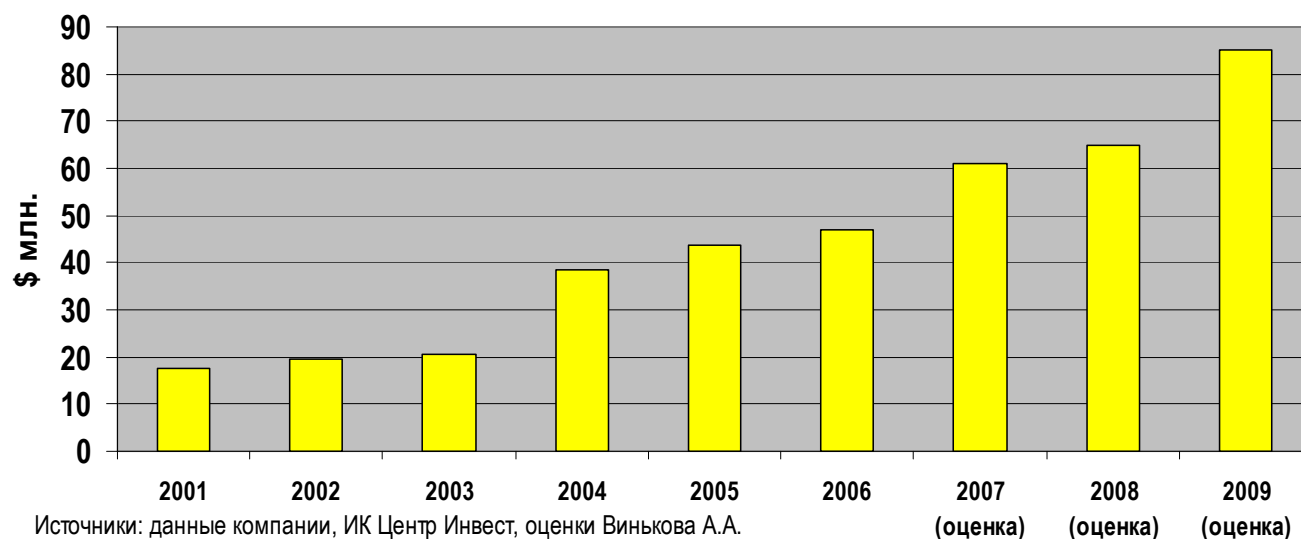
В октябре 2007 года фабрика «Красный Октябрь» начала переезд на новую территорию...



... из исторической части столицы (Берсеневская набережная) фабрика переехала на новую производственную площадку, расположенную на территории кондитерского концерна «Бабаевский» (рядом с Третьим транспортным кольцом). После перебазирования производственная мощность предприятия должна была возрасти на 20-25%.

# С переносом мощностей доходность кондитерского бизнеса «Красного октября» должна была увеличиться

Динамика показателя EBITDA у ОАО "МКФ "Красный Октябрь"



Новые мощности и технологии предполагают сокращение издержек. Да и в структуре производства был сдвиг в сторону высокомаржинальных групп продукции (шоколада и шоколадных конфет).

# «Справедливая» стоимость «кондитерского» бизнеса «Красного октября» - \$600 млн...

Исходя из предположения, что права миноритариев будут учтены, оценка кондитерского направления Общества с помощью метода аналогов с компаниями потребительского сектора по показателю EV/EBITDA (см. таблицу справа), показывала, что его «справедливая» стоимость составляет примерно \$600 млн.

(Примечание: При оценке учитывались прогнозы коэффициента EV/EBITDA для российских компаний потребительского сектора на 2008 год).

	EV/EBITDA (2008)
Балтика	8,4
Вимм-Билль-Данн	11
Efes Breweries	10,2
Лебедянский	8,8
Калина	7,1
<b>Среднее по отрасли:</b>	<b>9,1</b>

... а с учетом долгов капитализация «кондитерского» бизнеса «Красного октября» была бы равна \$525 млн.

С учетом долга Общества (net debt, на середину 2007 года составил около \$85 млн.) капитализация аналогичного «Красному октябрю» российского бизнеса могла бы составить \$525 млн.



# Недвижимость рядом с Кремлем – основная ценность «Красного октября»

31 августа 2007 года ОАО «Московская кондитерская фабрика «Красный октябрь» выкупила за \$6,7 млн. участок земли Болотного острова (см. рис. справа - № 1), примерно в 5 га, который ранее Общество арендовало на 49 лет. Этот участок расположен на берегу Москвы-реки в центре столицы на «Золотом Острове» и рассматривается как недвижимость высшей категории.



Договор на аренду этого участка ранее находился под воздействием распоряжения Правительства Москвы (от 4 октября 2004 года) по переносу производственных мощностей из центра Москвы на новое место. Столичное правительство утвердило план по переносу, с дальнейшим использованием этих земель под строительство жилых зданий, туристских достопримечательностей и магазинов.

ДОЖДЕВАЯ КАНАЛИЗАЦИЯ  
КПК

# «Красный октябрь» несет все затраты по переносу мощностей и новому строительству...



*На рисунках: проект бюро Жан-Мишеля Вильмотта*

А кроме того, согласно документу Общество предполагало тратить свои средства на строительство развлекательных объектов и жилых зданий по завершении переноса.

В соответствии с Программой «Красный октябрь» оплачивал все затраты, связанные с переносом мощностей на новое место, а также со строительством некоторых объектов муниципальной инфраструктуры для будущего использования освобождаемой земли в качестве зоны отдыха.



... И ОНИ МОГУТ СОСТАВИТЬ ДО \$500 МЛН...

К сожалению, руководство фабрики и «Объединенные кондитеры» всегда скупо комментировали тему переноса фабрики на другое место, вызывая опасения у акционеров и инвесторов.

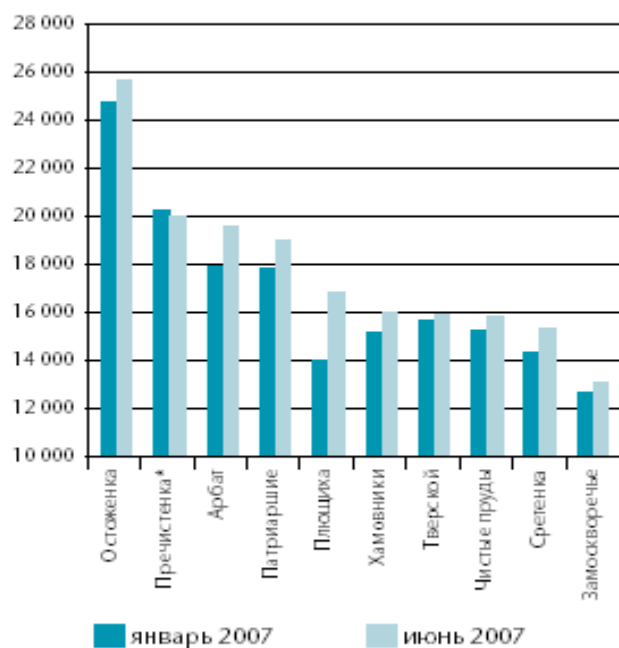
Из сообщений СМИ, которые базировались на публичных комментариях Группы Гута звучала такая информация, что на территории «Красного Октября» собираются в течение трех лет построить 161 тыс. квадратных метров элитного жилья и еще 9 тыс. кв. метров будут реконструированы. Затраты на эти цели - около 500 млн. долларов.



На рисунке: проект застройки территории ОАО «Красный Октябрь» бюро Жан-Мишеля Вильмотта

# ... однако отдача может быть гораздо более ВЕСОМОЙ

Средние цены предложения на первичном рынке элитного жилья по районам, \$/м<sup>2</sup>



\*Снижение цен связано с продажами наиболее дорогих квартир.  
Источник: Knight Frank Research, 2007

Эксперты оценивали цену недвижимости на «Золотом острове» в 2007 году в \$20-30 тыс. за кв. метр, что соответствует статусу территории, со столь выгодными характеристиками (у реки, напротив Кремля).

Таким образом, при реализации 170 тыс.кв.м., и с тем расчетом, что полезная площадь, которую можно будет продать, как правило составляет 70% от общей площади, **будущая выручка от проекта может оцениваться в \$2,4 до 3,6 млрд.**

# Оценка стоимости девелоперского бизнеса «Красного Октября»

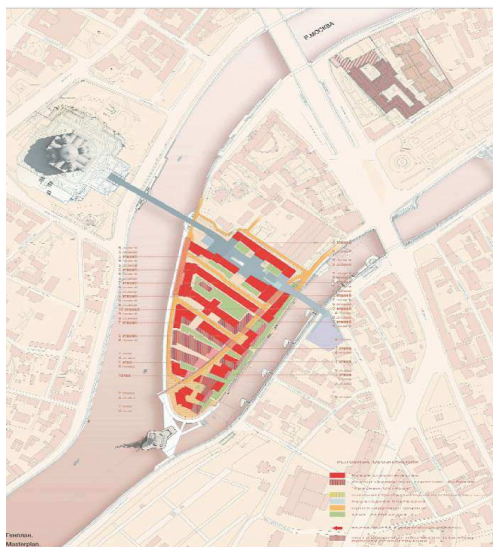
Расчеты стоимости проекта методом дисконтирования в 2007 году показала, что капитализация девелоперского бизнеса «Красного октября» (PV) находится в пределах **\$1-1,8 млрд.**

	Цена за кв. метр \$20 тыс.	Цена за кв. метр \$30 тыс.
Предполагаемая площадь застройки, тыс. кв. м.	170	
Предполагаемая стоимость кв. метра, \$	20000	30000
% полезных площадей	0,7	
Будущая стоимость проекта (FV), \$млрд.	2,4	3,6
Средняя удельная величина затрат по проекту, \$/кв. м.	3000	
Всего затраты по проекту (CAPEX), \$ млрд.	0,51	
Срок реализации проекта (n)	4 года	
Ставка дисконтирования, %	12%	
Нынешняя дисконтированная стоимость проекта $PV=FV/(1+R)^n$ , \$ млрд.	1,5	2,3
Капитализация девелоперского бизнеса на сегодня $NetPV=PV-CAPEX$ , \$ млрд.	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>

Таким образом, капитализация «Красного Октября» могла бы быть в разы больше!



+

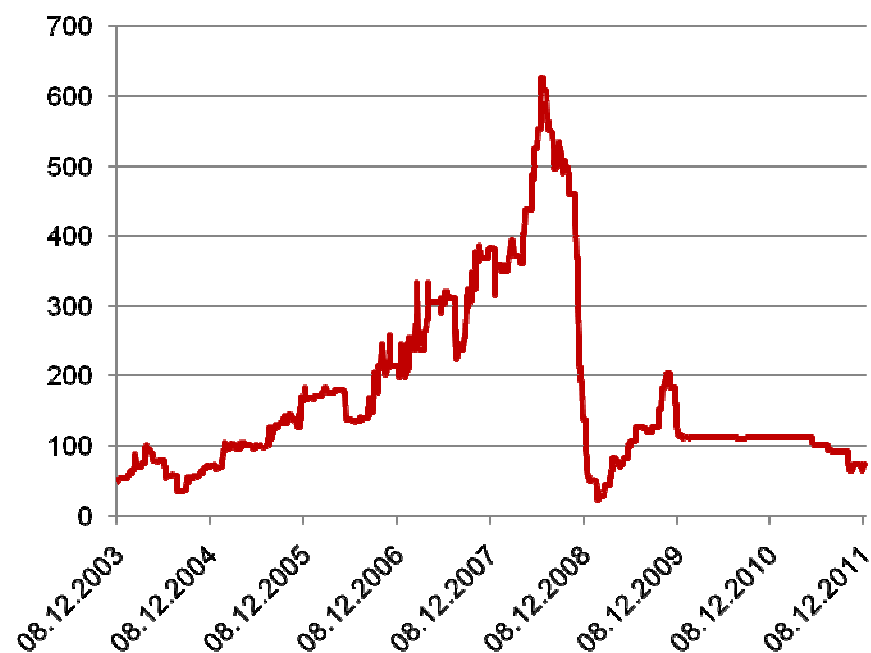


**= МСар \$1,5 – 2,3  
млрд.**

# Но составляет в десятки раз меньше его потенциальной стоимости

На сегодня капитализация фабрики «Красный Октябрь» составляет немногим более \$70 млн (см. график справа)

Причина? Низкий уровень корпоративного управления, «потеря» недвижимого имущества Обществом и его потенциальных доходов.



# Новые нарушения прав миноритарных акционеров в Группе «Объединенные кондитеры»

В конце 2009 года в ходе сомнительной с точки зрения оценки и неправомерной сделки с заинтересованностью *«все недвижимое имущество Общества (здания и сооружения) и земельные участки на "старой" территории (Берсенеvская набережная) внесены в качестве взноса в Закрытый паевой инвестиционный фонд "Берсеньевский"... «Красный октябрь» с 31.12.2009 г. больше не является собственником указанных объектов».*



# Новые нарушения прав миноритарных акционеров в Группе «Объединенные кондитеры»

Сумма сделки по передаче ОАО «Красный Октябрь» недвижимого имущества в оплату паев паевого фонда недвижимости «Берсеневский» составила 1,87 млрд. рублей (\$60 млн.)

В результате, была существенно занижена стоимость имущества, с которым была совершена сделка. Получается, что активы «Красного октября» были переданы в ПИФ по цене примерно в 1000 долларов за квадратный метр. Между тем, средняя цена продаж самых захудалых нежилых помещений (**Класс В-**) в Москве на тот момент осуществлялась по цене 2000-3500 долларов за квадратный метр



# Новые нарушения прав миноритарных акционеров в Группе «Объединенные кондитеры»

Внесение недвижимого имущества в состав активов закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости лишило миноритарных акционеров возможности прямого контроля над данным

который сохранился за миноритарными акционерами, не представляется эффективным.

Существует риск подобной потери и в ОАО «Рот-Фронт»





# Новые нарушения прав миноритариев в Группе «Объединенные кондитеры»

В 2010 году – новая вопиющая напасть для миноритариев:

Московская кондитерская фабрика «Красный октябрь» затеяла допэмиссию привилегированных акций типа «Б» и внесение изменений в Устав ( у общества в капитале есть и «обычка», и «префы»). Тип Б предполагает, что по этим акциям будут платить отличные дивиденды (не менее 10% от чистой прибыли по Уставу). Сейчас на акции дивидендов практически не платится.

Допэмиссия – закрытая в пользу ООО «Объединенные кондитеры». Миноритариев преимущественным правом не наделили.

По похожей схеме допэмиссии были проведены также в ОАО «Рот-Фронт», ОАО «ТАКФ», ОАО «Ясная поляна»



# Новые нарушения прав миноритариев в Группе «Объединенные кондитеры»

В 2010 году – новая вопиющая напасть для миноритариев:

Московская кондитерская фабрика «Красный октябрь» затеяла допэмиссию привилегированных акций типа «Б» и внесение изменений в Устав ( у общества в капитале есть и «обычка», и «префы»). Тип Б предполагает, что по этим акциям будут платить отличные дивиденды (не менее 10% от чистой прибыли по Уставу). Сейчас на акции дивидендов практически не платится.

Допэмиссия – закрытая в пользу ООО «Объединенные кондитеры». Миноритариев преимущественным правом не наделили.

По похожей схеме допэмиссии были проведены также в ОАО «Рот-Фронт», ОАО «ТАКФ», ОАО «Ясная поляна»



# ОАО МКФ «Красный октябрь». Суды (часть 1).

Миноритарии (Catapel Ltd, Gensor Enterprises и Rainbow Fund) подали иски на фабрику «Красный Октябрь» с целью не допустить допэмиссию.

Истцы просили наложить обеспечительные меры, в частности, запретить "Красному Октябрю", его органам и акционерам принимать какие-либо решения и совершать действия, касающиеся привилегированных акций типа "Б".

Результат: Проигрыш в трех инстанциях.



# ОАО МКФ «Красный октябрь». Суды (часть 2).

Новые иски. Попытка оспорить отсутствие  
преимущественного права при размещении  
допэмиссии в «Красном октябре».



# Почему Группа Гута ведет себя «дерзко»?

- 1) В сделках с заинтересованностью формально могло голосовать заинтересованное лицо. По закону связи не прослеживаются.
- 2) В российских судах нужно доказывать существенность нарушения права. Никакого предположительного характера нет. (В некоторых видах права (в Английском, например), напротив, можно получить декларативное решение суда).
- 3) Ключевой миноритарный акционер в ОАО «Объединенные кондитеры» - Правительство Москвы – многие годы пассивен.



# ОАО «Объединенные кондитеры». Продать дорого не получается

«Проблемный» блокирующий пакет в 26,58% акций компании ОАО «Объединенные кондитеры». Потенциальному инвестору неясно:

**1) Как зарабатывает деньги эта компания?**

**2) Отчего может расти её стоимость?**

**3) Как делится доходами со своими акционерами?**

Никакой приличной справочной информации об ОАО "Объединенные кондитеры" потенциальный инвестор не найдет ни на портале Департамента имущества города Москвы, ни на сайте Российского аукционного дома, который является организатором аукциона по продаже этого пакета (можно убедиться на <http://www.auction-house.ru/lot/3043>). Так чего ж тогда удивляться, что на аукционе нет конкуренции?



# Спасибо за внимание!

Андрей Виньков, независимый директор,  
Член Ассоциации независимых директоров  
e-mail: [vinkov@expert.ru](mailto:vinkov@expert.ru)

