

## **Приложение 2.**

### **Система защиты от враждебных действий**

В качестве примера можно рассмотреть поэтапное выстраивание системы защиты от враждебных действий конкурентов в холдинге «Сибнефть»<sup>71</sup>.

АО «Сибнефть» было создано в 1995 г., однако приватизация АО как холдинга завершилась в 1997 г. с консолидацией порядка 90% акций холдинга у «группы акционеров». С этого момента фактически начались защитные действия новых владельцев (если абстрагироваться от методов «защиты» их интересов при приватизации), прежде всего направленные на установление контроля за финансовыми потоками (центрами прибыли, традиционно отделенными от собственности).

1) Наведение порядка с выпусками ценных бумаг дочерними АО (т.е. формальное «закрытие» приватизации путем регистрации отчета о выпуске ценных бумаг). Практика пересмотра итогов приватизации затрагивала прежде всего те АО, которые не зарегистрировали первый (приватизационный) выпуск или он был зарегистрирован, но прошло менее 1 года (Закон «О защите законных прав и интересов инвесторов» в 1999 г. установил срок исковой давности по отношению к выпускам ценных бумаг в 1 год). При этом любые корпоративные действия (дополнительная эмиссия, увеличение номинала за счет переоценки, конвертация и т.д.) создают некий запас прочности с точки зрения исков по отношению к первому выпуску.

2) Создание команды как минимум из трех человек, которые соответственно специализируются на корпоративном управлении, финансах и маркетинге (отслеживание всех товарных путей внутри купленного АО).

3) Инвентаризация и создание реестра собственности. Отсутствие последнего ограничивает корпоративный маневр, в частности реорганизации

---

<sup>71</sup> Использован достаточно откровенный материал начальника отдела ценных бумаг АО «Сибнефть» (Тужилин, 2001). Очевидно, что за рамками данного описания остаются такие типичные для многих крупных холдингов специфические проблемы, как лоббирование остаточных приватизационных сделок (их «защита» от конкурентов), урегулирование легальными и иными методами проблем с прежним менеджментом дочерних компаний (прежде всего вывод активов), региональными властями и криминальными структурами и др. Что касается дополнительных эмиссий, размывающих доли прочих акционеров, то оценка ситуации со всей очевидностью зависит от позиции конкретной заинтересованной стороны.

путем присоединения дочерних обществ. Так, для проведения реорганизации необходимо осуществить перерегистрацию активов или своих прав на активы с одного общества на другое, но сделать это возможно только в том случае, если все права (на землю, здания, оборудование и т.д. ) четко закреплены. Вместе с тем в планах приватизации многие активы очень часто отсутствовали, и в настоящее время достаточно трудно зарегистрировать имущество, которое на различных правах принадлежало обществу, но не было закреплено в инвентарных карточках<sup>72</sup>.

4) Вексельные программы дочерних обществ. Вывод значительной части активов АО посредством выпуска векселей на практике осуществить значительно проще, чем через эмиссию акций или облигаций. Если выпуск эмиссионных ценных бумаг является публичным событием, требующим законодательно установленных процедур, то выпуск векселей фактически не контролируется (не регистрируется, хотя такие попытки со стороны Банка России имели место в 90-е гг.). Соответственно, подход к дочерним АО должен состоять в том, что они не имеют своих вексельных программ, но участвуют в вексельных программах холдинга или находятся по стопроцентным контролем последнего.

5) Логика строительства вертикально интегрированного нефтяного холдинга полного цикла – от геологоразведки до распределения продуктов (что является редкостью в США и Европе) обосновывается, во-первых, наличием еще советских жестких интеграционных связей, во-вторых, сохранением конкуренции между несколькими структурами такого типа, в-третьих, необходимостью создания прибыльного холдинга. Прибыльность, в свою очередь, является оптимальным способом обеспечения экономической независимости от возможных враждебных действий по отношению к компании.

В этой системе возникает позитивное отношение к процессингу и толлингу, которые исключают возможность неподконтрольных менеджменту холдинга действий на уровне заводов и добывающих компаний, а также обеспечивают «оптимизацию» налогов и доходов холдинга.

6) Увеличение долей в дочерних компаниях. Одним из важных инструментов стало постановление правительства 1997 г. № 254, разрешающее реструктуризацию задолженности путем выпуска контрольного пакета ак-

---

<sup>72</sup> С аналогичной проблемой столкнулись, например, ТНК при реорганизации холдинга, РАО «ЕЭС России» при инвентаризации имущества (прав собственности) АО-энерго.

ций или трехлетнего выпуска облигаций. Разрешение на выпуск дополнительной эмиссии позволяло увеличить долю в дочерних компаниях. Например, «Сибнефть» провела дополнительную эмиссию в «Ноябрьскнефтегаз» на основании погашения недоимки в федеральный бюджет 1,8 трлн руб. По сути, было произведено размывание долей миноритарных акционеров. После падения фондового рынка в процессе развертывания кризиса холдинг выкупил более 20% акций у «Объединенного банка», который выступал первичным покупателем акций указанной дополнительной эмиссии.

С точки зрения общих тенденций важно не только то, что скупка акций дочерних компаний и консолидация порядка 2/3 акционерного капитала характерны для всех нефтяных холдингов, но и то, что этот порог является преддверием перехода на единую акцию. Это было необходимо как для проведения изменений в устав, так и для достижения стартовой позиции (51%) по Указу № 1403.

7) Финансовая отчетность. Вопрос о консолидированной отчетности по стандартам GAAP ставился в 1997 г. Такой переход рассматривался владельцами как не только предпосылка для выхода на западные рынки, но и как способ ужесточения контроля менеджмента и собственного предприятия<sup>73</sup>.

8) Листинг на бирже. Общая стратегия после 1997 г. сводилась к тому, чтобы повышать ликвидность акций холдинга на рынке (несмотря на минимальный free flow – количество свободно торгуемых бумаг) и снижать ликвидность/выводить с рынка акции дочерних компаний. Этим достигались две цели: разворот инвесторов к акциям холдинга и рост капитализации холдинга (в том числе, для этого выпускались еврооблигации); защита дочерних компаний от враждебного поглощения заметно затрудняется при низкой ликвидности акций дочерних компаний.

9) Управляющая компания. В 1998 г. функции единоличного исполнительного органа (генеральных директоров) дочерних компаний были переданы АО «Сибнефть». Данное решение рассматривалось как не самая рациональная защитная мера. С точки зрения холдинга, специализированная фирма – управляющая компания является более предпочтительной для выполнения функций внешнего управления. Это связано с тем, что, во-первых, возможны сделки заинтересованности, во-вторых, внешние управляющие

---

<sup>73</sup> «Золотое правило: если аудитор при анализе предприятий не находит никаких нарушений и воровства на уровне менеджмента, значит он плохо искал» (Op. cit., с. 20).

позволяют проводить решения и нести за них ответственность, которые невозможны в рамках холдинга, в-третьих, достаточно 51% для проведения такого решения. Такую схему, тем не менее, удалось реализовать только в 2001 г.

10) Опыт борьбы с корпоративным шантажом и дальнейшая консолидация акций. В 1998 г. (после дополнительной эмиссии 1997 г., размывшей доли миноритариев) холдинг вступил в борьбу с владельцем пакета более 20% акций «Ноябрьнефтегаз» К. Дартом. Очевидная позиция холдинга состояла в том, что все иски Дарта представляют собой тривиальный «greenmail», направленный на получение премии к цене пакета.

В этом контексте интересно защитное (в данном случае для «Сибнефти») действие нормы российского антимонопольного законодательства о контроле сделок, объектом которых является более 20% акций. Так, Антимонопольный комитет направлял запрос в CSFB на предмет подтверждения владения Дартом 20% акций. Такое подтверждение означало бы в данном случае нарушение антимонопольного законодательства, и CSFB заявил об утрате баз данных за август 1997 г. и невозможности представить выписку.

В 1997–1998 гг. всем акционерам дочерних обществ «Сибнефти» была разослана оферта – предложение обменять акции, принадлежащие дочерним компаниям, на акции головной компании (с некоторой доработкой затем использована «ЮКОСом»). Удобство такой формы состояло в том, что в случае оферты не вставал вопрос об оценке акций и об условиях, в которых действует холдинг (по сути, это предложение одного акционера другому обменять его акции). Такой обмен позволял без допэмиссии и дополнительных затрат поменять акции холдинга на акции дочерних компаний и увеличить долю холдинга в дочерних компаниях. Приемлемость для акционеров зависела от реальности условий или вынужденности такого шага.

Данная стратегия рассматривалась как часть корпоративной борьбы с Дартом. Суд по иску и жесткие переговоры с Дартом по поводу обмена пакетов проходили в ситуации, когда была высока вероятность отказа в регистрации дополнительных эмиссий «Сибнефти», связанных с обменом, со стороны ФКЦБ РФ. Это и произошло в июле 1998 г. Однако, уже в невыгодной для Дарта (в условиях общих его потерь в России) ситуации финансового кризиса осенью 1998 г., регистрация эмиссии произошла. При этом, по версии «Сибнефти», никакой доплаты за обмен Дарт не получил, производя обмен за два дня до его окончания на предложенных условиях. Это несколько противоречит утверждению «Сибнефти», что наибольшие потери понесли миноритарные российские акционеры, получившие в декабре 1998 –

январе 1999 г. существенно меньший капитал, нежели при возможном обмене до августа 1998 г.

11) Единая акция. Как было показано выше, путь к единой акции состоял из нескольких этапов:

- скупка без увеличения ликвидности и цены акций дочерних компаний,
- обмен акций на акции холдинга за счет дополнительной эмиссии,
- обмен в рамках оферты,
- консолидация акций дочерних компаний.

Переход на единую акцию связан с тем, что без него невозможно повышение капитализации холдинга<sup>74</sup>, а акции дочерних компаний останутся затратными владениями (миноритарии внутри общества являются не инвесторами, а только собственниками). Значительный рост капитализации «Сибнефти» в 1999 г. связывается как с обменом акций, так и с запуском программы ADR 1-го уровня.

Завершающим этапом стала консолидация акций компании (хотя еще осенью 2000 г. ФКЦБ заявляла о неприемлемости существующей практики консолидации, направленной на вытеснение «чужих» акционеров). В компании «Сибнефть» необходимость консолидации акций дочерних компаний обосновывалась тем, что остающиеся мелкие акционеры (менее 5% акций) не отреагировали на предложение перейти на единую акцию и фактически недоступны. Консолидация в этой ситуации является способом трансформации миноритарных акционеров в кредиторов (через предложение о выкупе дробных пакетов). В декабре 2000 г. решение о консолидации акций было принято собранием акционеров АО «Сибнефть-Омский нефтеперерабатывающий завод» (72 акции). Аналогичное решение принято в АО «Сибнефть-Омскнефтепродукт». Мелким акционерам, тем не менее, был предложен выбор: получение денежной компенсации за дробные пакеты, обмен акций на акции холдинга (т.е. «Сибнефть») до завершения консолидации, создание консорциума «дробных» акционеров, совместно владеющих несколькими акциями. При доведении доли в дочерних компаниях до 100% предполагалась их реорганизация в ЗАО или ООО, чем резко упрощаются процедуры управления и расширяются возможности материнской компании по манипулированию активами.

---

<sup>74</sup> Без этого «холдинг – это столы, стулья и финансовые потоки» (Op. cit., с. 21).

В целом необходимо заметить, что в 2000 г. возникавшие между компаниями и мелкими акционерами конфликты по поводу перехода на единую акцию (в основном касательно коэффициентов обмена) чаще всего решались конструктивно и на стадии переговоров. Первой из российских нефтяных компаний переход на единую акцию начала НК «ЛУКОЙЛ», затем «Сургутнефтегаз», «ЮКОС» и «Сибнефть». К началу 2001 года «Сибнефть» консолидирована почти полностью, а НК «ЛУКОЙЛ» и «Сургутнефтегаз» смогли осуществить эту процедуру только с частью дочерних компаний. Интересно отметить, что по мере консолидации активов дочерних компаний возрастала формальная прозрачность и открытость компаний по отношению к мелким акционерам (видимо, первичной здесь является консолидация). Так, «ЮКОС» и «Сибнефть» приняли кодексы корпоративного управления, ввели «независимых директоров». НК «ЮКОС» заявила о переходе на международную финансовую отчетность и исключила из устава положение об объявленных акциях.

12) Осенью 2001 г. завершилась реорганизация группы «акционеров «Сибнефти» (группы Абрамовича)». Все активы группы (88% акций «Сибнефти», 50% акций «Русского алюминия», 26% акций «Аэрофлота» и др.) переданы в управление учрежденной самой группой в Лондоне компании «Millhouse Capital». Предполагается, что компания будет выступать по доверенности на управление пакетами акций как представитель собственника, однако не сможет участвовать в непосредственном управлении самими компаниями (т.е. вариант имущественного траста).