

Судьба работников-акционеров предприятия при его поглощении со стороны

Рачков И.В., к.э.н.

igorra@mail.ru

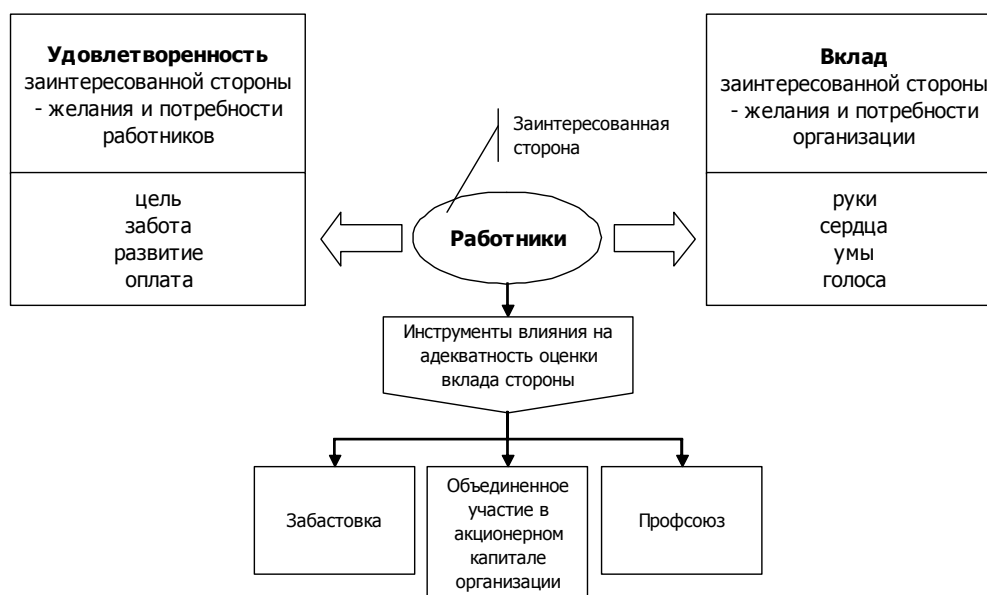
<http://overbase.narod.ru/>

В последнее время большое внимание стало уделяться защите прав миноритарных акционеров. В качестве таких акционеров обычно выступают институциональные инвесторы, для которых борьба за соблюдение их прав является профессиональной деятельностью. Однако благодаря приватизации промышленных предприятий появился такой слой малых акционеров как работники этих предприятий. Соблюдению прав именно этой категории акционеров уделяется недостаточно внимания. Происходит это в силу того, что слой этот с течением времени вымывается, и все меньше представляет реальную силу в борьбе за власть над предприятиями.

В тоже время у менеджмента, заинтересованного в контроле над предприятием, растет понимание важности взаимовыгодных отношений с работниками. Ведь их необходимо рассматривать как влиятельную заинтересованную сторону, так как только в персонале лежат неисчерпаемые ресурсы конкурентоспособности, с помощью которых можно значительно опережать своих конкурентов.

Обобщенно модель взаимоотношений работников с организацией выглядит следующим образом (см. Рисунок 1).

Рисунок 1. Модель взаимоотношений работников



Источник: «Призма эффективности»^{*}; изменения и дополнения автора

Работники делают вклад в удовлетворение желаний и потребностей организации в виде своих навыков (руки), лояльности (сердца), интеллекта (умы), общения (голоса). Взамен работники надеются удовлетворить собственные желания и потребности. Степень удовлетворения работников зависит от адекватности оценки их вклада менеджментом организации. На справедливость оценки вклада работники могут повлиять с помощью нескольких инструментов, среди которых самым радикальным является забастовка, самым цивилизованным – профсоюзная организация и наиболее практичным – объединение участия в акционерном капитале организации.

^{*} Нили Э., Адамс К., Кеннерли М. Призма эффективности: Карта сбалансированных показателей для измерения успеха в бизнесе и управления им /Пер. с англ. – Днепропетровск: Баланс-Клуб, 2003

Последний из представленных инструментов может позволить представителю трудового коллектива войти в совет директоров организации. Теоретически непосредственное участие в управлении предприятием является наиболее эффективным средством контроля за адекватностью оценки вклада работников.

Варианты реализации этого инструмента разнообразны и связаны с аккумулярованием акционерных голосов в одних руках. Среди них получение представителем доверенностей от акционеров, заключение договоров доверительного управления, внесение акций трудового коллектива в уставный капитал нового юридического лица. В российских условиях именно последний вариант нашел наибольшее применение.

Далее мы рассмотрим как на практике был реализован этот метод консолидации голосов, что при этом получили работники-акционеры и чем все это закончилось. В качестве примера используем данные по небольшому, но очень интересному предприятию – ОАО «Белорецкий металлургический комбинат».

Характеристика предприятия

ОАО «Белорецкий металлургический комбинат» (ОАО «БМК») является одним из старейших металлургических предприятий страны. История развития комбината начинается с 1762г. Комбинат расположен на Южном Урале в Республике Башкортостан.

ОАО «БМК» специализируется на выпуске катанки и широкой гаммы метизных изделий, изготавливает микропроволоку, ленты и элементы часовых механизмов из нержавеющей и прецизионных сплавов различного назначения. По итогам 2003г. комбинат занимает третье место в отрасли и выпускает около 12% всей метизной продукции в России.

Объединение усилий работников-акционеров

В 1995г. работники ОАО «БМК» решили объединить свои усилия и создали ЗАО «БМК-Инвест», внося в его уставный капитал свои акции металлургического комбината. Основной целью создания ЗАО «БМК-Инвест» являлось сохранение и управление значительным пакетом акций ОАО «БМК» в интересах учредителей, т.е. работников комбината. Всего было внесено 2 470 592 акций, что составляло 30,77% от уставного капитала ОАО «БМК».

Уставный капитал ЗАО «БМК-Инвест» был разбит на 2 470 592 обыкновенные акции. *При этом важно отметить, что при учреждении на 1 обыкновенную акцию ЗАО «БМК-Инвест» приходилась 1 обыкновенная акция ОАО «БМК».*

ЗАО «БМК-Инвест» не получало дивидендов от ОАО «БМК» и единственным источником его существования была посредническая деятельность. Времена были тяжелые, посредническая деятельность большого дохода не приносила. Соответственно платить дивиденды было не из чего. Акционеры общества в свою очередь не получали доход на вложенные в акции средства. Единственным способом для акционеров получить какой-либо доход являлась продажа акций. Этим активно пользовался менеджмент ЗАО «БМК-Инвест», который на начало 2003г. консолидировал на балансе общества собственных акций на 115 тыс. руб.

На балансе ЗАО «БМК-Инвест» акции ОАО «БМК» с момента учреждения до начала 2000г. оценивались по номиналу 1 руб. В начале 2000г. была произведена переоценка этих акций, в ходе которой балансовая стоимость акций была увеличена с 1 руб. до 72,81 руб.

Однако в начале 2001г. операция по переоценке акций ОАО «БМК» была признана как отраженная не верно на счетах бухгалтерского учета, и поэтому была ликвидирована. Соответственно акции ОАО «БМК» на балансе снова стали оцениваться по номиналу, а $\frac{3}{4}$ активов ЗАО «БМК-Инвест» испарилось из бухгалтерского учета.

Поглощение комбината

До 2001г. структура акционеров ОАО «БМК» оставалась относительно стабильной. В собственности Республики Башкортостан в лице Министерства имущественных отношений находилось 29,08% от уставного капитала комбината, а ЗАО «БМК-Инвест» как и прежде принадлежало 30,77%. Большая часть остальных акций находилась у структур «Башкредитбанка».

Однако весной-летом 2001г. начинал формироваться новый холдинг – Стальная группа «Мечел». Предполагалось на угольной платформе ОАО «УК «Южный Кузбасс» консолидировать оставшиеся разрозненные предприятия металлургического профиля. К их числу относились ОАО «Мечел» и ОАО «Белорецкий металлургический комбинат».

Летом 2001г. ООО «Углемет-М» при содействии «Башкредитбанка» стало владельцем 19,9% ОАО «БМК». ООО «Углемет-М» на 100% принадлежало структурам ОАО «УК «Южный Кузбасс».

Не остался незамеченным и такой крупный акционер комбината как ЗАО «БМК-Инвест». Так же летом 2001г. ЗАО «БМК-Инвест» продало ОАО «Мечел» 5% от уставного капитала ОАО «БМК». До этой сделки ОАО «Мечел» уже владело 4,68% комбината.

С осени 2001г. на основании договора доверительного управления ООО «Мечел-Инвест» управляло частью пакета Республики Башкортостан. Обществу были переданы в управление привилегированные акции в количестве 24,08% от уставного капитала. ООО «Мечел-Инвест» на 100% принадлежало ОАО «Мечел».

Летом 2002г. ЗАО «БМК-Инвест» продало ООО «МетХол» 15% от УК ОАО «БМК». На тот момент ООО «МетХол» являлось одним из крупнейших и старейших акционеров ОАО «Мечел».

В итоге к началу 2003г. в собственности и под управлением структур Стальной группы «Мечел» находилось 68,68% от уставного капитала ОАО «БМК». Другими крупными акционерами оставались два лица – Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан (5%) и ЗАО «БМК-Инвест» (10,77%).

Осенью 2003г. Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан решило продать свой пакет в ОАО «БМК». На проведенном спецаукционе республиканский пакет почти в полном размере был выкуплен структурами Стальной группы «Мечел». В собственности Республики Башкортостан после спецаукциона осталось 319 обыкновенных акций комбината, а также «золотая акция» – специальное право на участие в органах управления общества с бессрочным периодом действия.

Таким образом, к весне 2004г. у ОАО «БМК» осталось только три влиятельных акционера. Это ОАО «Стальная группа «Мечел», владеющая 80,52% от уставного капитала, ЗАО «БМК-Инвест» – 10,77% и Министерство имущественных отношений Республики Башкортостан с «золотой акцией».

Дальнейшие шаги Стальной группы «Мечел» по консолидации акций Белорецкого меткомбината были направлены на поглощение уже самого ЗАО «БМК-Инвест».

Еще летом 2003г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение увеличить уставный капитал общества в четыре раза путем размещения дополнительно 7 411 408 шт. обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 руб. Способом размещения была принята закрытая подписка. Цена размещения – 1 руб. за одну акцию.

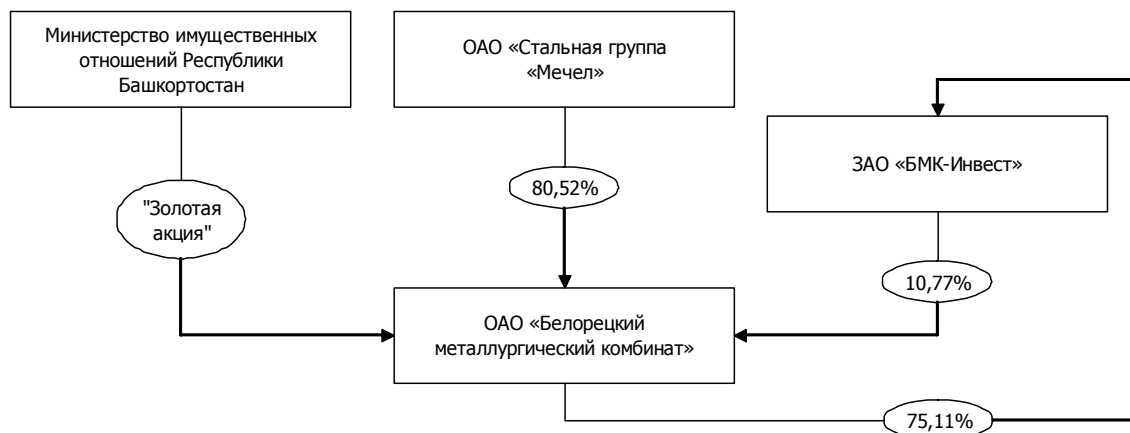
Примечательно, что на этом собрании при наличии 12,5 тыс. акционеров зарегистрировались 224 акционера и их полномочных представителя, которые в совокупности обладали 53,05% от общего числа голосующих акций, принятых к определению кворума. Из этого количества по вопросу увеличения уставного капитала голосовали «За» – 84,65% принимавших участие в собрании, «Против» – 6,06%, «Воздержалось» – 4,35%.

В марте 2004г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение одобрить сделку по приобретению Белорецким меткомбинатом путем закрытой подписки 7 371 370 обыкновенных акций ЗАО «БМК-Инвест». В результате ОАО «БМК» стало владельцем более $\frac{3}{4}$ голосов в ЗАО «БМК-Инвест» (см. Рисунок 2).

Также примечательно то, что на этом собрании при все тех же 12,5 тыс. акционерах зарегистрировались 229 акционеров и их полномочных представителей, которые в совокупности обладали 62,29% от общего числа голосующих акций, принятых к определению кворума. Из этого количества по вопросу об одобрении сделки по приобретению акций ЗАО

путем закрытой подписки Белорецким комбинатом голосовали «За» – 86,89% принимавших участие в собрании, «Против» – 3,61%, «Воздержалось» – 4,36%

Рисунок 2. Основные акционерные взаимосвязи у ОАО «БМК» на 31 марта 2004г.



Последствия поглощения комбината

Основным последствием поглощения ОАО «БМК» структурами Стальной группы «Мечел» для акционеров ЗАО «БМК-Инвест» явился крупный денежный поток от продажи акций комбината.

По результатам 2001г. этот денежный дождь обеспечил 81% чистой прибыли ЗАО «БМК-Инвест», а в 2002г. – уже 96% чистой прибыли. В итоге на начало 2003г. на банковских счетах ЗАО «БМК-Инвест» скопилось более 16 млн. руб., что составляло 27% от его чистых активов.

Объясняется это явление тем, что акции комбината на балансе ЗАО «БМК-Инвест» оценивались по номинальной стоимости, а продавались по рыночной цене. Ну, или почти по рыночной. В 2001г. цена продажи 1 акции составляла 72,81 руб., в 2002г. – 33,23 руб. При этом у других продавцов структуры Стальной группы «Мечел» приобретали акции комбината по цене 55-150 руб. за акцию в зависимости от размера покупаемого пакета.

По логике последствия поглощения должны были материализоваться для акционеров ЗАО «БМК-Инвест» в крупнейшие дивидендные выплаты. Ведь продавались то именно их акции комбината. Однако менеджмент общества распорядился иначе, предложив собранию акционеров собственное видение на раздел прибыли.

Весной 2002г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение выплатить по итогам 2001г. дивиденды из расчета 30 копеек на 1 акцию, что составило бы 3,4% от годовой чистой прибыли. На собрании возник вопрос – почему размер дивиденда составляет 30 коп на одну акцию? Процитируем ответ начальника Управления акционерной собственности ЗАО «БМК-Инвест»: *«У общества имеется нераспределенная прибыль и возникает право на выплату дивидендов. Когда возникает вопрос выплаты дивидендов, то сразу возникает первый вопрос о размере дивидендов. Наблюдательный совет при принятии решения исходил из простого подсчета: сколько бы заработал человек (физическое или юридическое лицо), если бы положил деньги в банк на депозит. В банках ставка пользования заемными средствами разная: есть банки, которые платят от 8 до 11% годовых. Крупные банки, когда выдают средства под кредит или принимают под залог, устанавливают 15% годовых. Если бы акционеры «БМК-Инвест» купили не акции, а положили свои деньги в банк, то получили бы порядка 15-18% годовых. Окончательная цифра была определена из ставки при выдаче кредитов между коммерческими банками. Такая ставка равна 30%. Из этого определилась ставка дивидендов».*

Летом 2003г. на годовом собрании акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было принято решение выплатить по итогам 2002г. дивиденды из расчета 1 руб. на 1 акцию, что составило бы 8% от годовой чистой прибыли.

Стоит отметить, что общее количество акционеров ЗАО «БМК-Инвест» перед собраниями 2002г. и 2003г. превышало 12 тыс. лиц.

Вопрос справедливости: как было

Российским законодательством не установлен жесткий порядок определения размера дивидендов по обыкновенным акциям. Например, Кодексом корпоративного поведения, применение которого рекомендовано ФКЦБ РФ, предлагается самостоятельно формулировать конкретные правила определения дивидендов по акциям таких типов.

Соответственно в силу своей компетенции менеджмент сам по себе определяет размер дивидендов. В нашем случае под «ставкой дивидендов» подразумевалась дивидендная доходность, которая рассчитывается как частное от деления дивиденда на цену акции. Тогда логика определения размера дивиденда ясна: цена акции (в данном случае номинал акции, 1 руб.) умножается на выведенную в ходе рассуждений ставку дивидендной доходности (в данном случае 30%), поэтому получается 30 коп.

Однако отождествление номинала акции с ее ценой в данном случае принципиально неверно. Номинал акции в денежных единицах 1995г. в 2002г. уже не отвечал современным экономическим реалиям. Из-за одной только потребительской инфляции 1 руб. 1995г. по итогам 2001г. должен был стоить около 5 руб. Поэтому в качестве знаменателя в формуле дивидендной доходности следовало использовать наиболее близкий к значению рыночной цены акции ЗАО «БМК-Инвест» показатель – цену акции ОАО «БМК». Как уже отмечалось при учреждении ЗАО «БМК-Инвест» на 1 обыкновенную акцию ЗАО «БМК-Инвест» приходилась 1 обыкновенная акция ОАО «БМК». Тогда теоретически стоимость 1 акции ЗАО «БМК-Инвест» приблизительно должна была быть *равна* стоимости 1 акции ОАО «БМК».

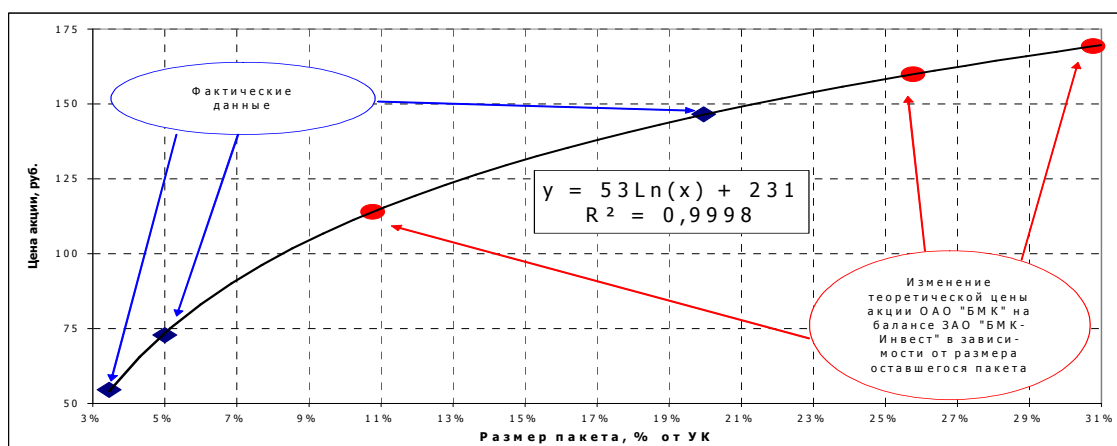
Соответственно при изменении подхода к определению цены акции изменился бы и подход менеджеров к формированию ставки дивидендной доходности, и ее значение приблизилось бы к рыночным реалиям, составляющим на тот момент 1-5%. Таким образом, получается, что акционерам ЗАО «БМК-Инвест» недоплатили значительную часть причитающегося им дохода.

Вопрос справедливости: как надо

Попытаемся определить, что же все-таки должны были получить акционеры ОАО «БМК-Инвест». По нашему мнению, в пользу акционеров должна была быть распределена вся полученная от продажи акций ОАО «БМК» чистая прибыль. Даже если она составляет по итогам года 96% всей чистой прибыли общества. Источник этой прибыли является невозстановливаемым, поэтому распределение всей этой прибыли среди акционеров ЗАО «БМК-Инвест» было бы наиболее честным актом по отношению к ним. Тогда дивидендные выплаты в расчете на акцию должны были вырасти с 0,3 руб. до 7 руб. по итогам 2001г. и с 1 руб. до 12 руб. по итогам 2002г.

Ради расчета дивидендной доходности определим цену акции ОАО «БМК» как рыночную цену акций ЗАО «БМК-Инвест». В рамках рыночного подхода к оценке по данным сделок купли-продажи акций ОАО «БМК» построим зависимость цены акции от размера продаваемого пакета (см. Рисунок 3).

Рисунок 3. Зависимость цены акции ОАО «БМК» от размера пакета



После продажи в 2001г. 5%-пакета на балансе ЗАО «БМК-Инвест» еще оставалось 25,77% от уставного капитала ОАО «БМК». Оставшийся пакет, исходя из полученного регрессионного уравнения, можно примерно оценить в 160 руб. за акцию. Соответственно такая же цена должна быть и у акций ЗАО «БМК-Инвест». Тогда дивидендная доходность по итогам 2001г. составила бы 4,5%.

В 2002г. был продан еще 15%-пакет, после чего на балансе ЗАО «БМК-Инвест» оставалось 10,77% от уставного капитала ОАО «БМК». Оставшийся пакет, исходя из полученной зависимости, можно примерно оценить в 114 руб. за акцию. Опять же аналогичная цена должна быть и у акций ЗАО «БМК-Инвест». Тогда дивидендная доходность по итогам 2002г. составила бы 10,5%.

Таблица 1. Оценка размера дивидендов в ЗАО «БМК-Инвест» по итогам 2001-2002гг.

Показатели	2001		2002	
	Факт	Альтернатива	Факт	Альтернатива
Стоимость акции, руб.	1	160	1	114
Дивидендная доходность	30,0%	4,5%	100,0%	10,5%
Размер дивиденда на акцию, руб.	0,3	7,2	1,0	12,0
Количество акций в УК, шт.	2 470 592	2 470 592	2 470 592	2 470 592
Общая сумма дивидендов, руб.	741 178	17 889 508	2 470 592	29 533 718
Чистая прибыль, руб.	21 973 950	21 973 950	30 728 760	30 728 760
Доля распределенной прибыли	3,4%	81,4%	8,0%	96,1%

Таким образом, по итогам 2001-2002гг. повторялась одна и та же ситуация, когда дивиденды по акциям ЗАО «БМК-Инвест» были определены как минимум на порядок ниже тех, что реально следовало бы заплатить акционерам.

Частично исправить ситуацию с выплатами может принятое в марте 2004г. годовым собранием акционеров ЗАО «БМК-Инвест» решение о размере дивидендов по итогам 2003г. из расчета 1 руб. на акцию. Общая сумма дивидендных выплат превысит чистую прибыль 2003г. в три раза.

Полное исправление ошибок

Трудно сказать, была ли это неразумная и непостижимая последовательность событий и поступков менеджмента по отношению к акционерам общества predetermined или ее можно было избежать. Однако на наш взгляд еще не все потеряно, и на кое-что трудовой коллектив еще может надеяться.

Дело в том, что у акционеров ЗАО «БМК-Инвест» сохраняется реальная возможность избавиться от акций этого общества, хотя, возможно, и с минимальной материальной компенсацией. Существует как минимум два варианта.

Во-первых, продать акции ЗАО «БМК-Инвест» Белорецкому меткомбинату. Так согласно п.2 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрело 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров-владельцев обыкновенных акций более 1000 с учетом количества принадлежащих ему акций, в течение 30 дней с даты приобретения обязано предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества по рыночной цене.

Таким образом, ОАО «БМК» как лицо, которое приобрело более 75% уставного капитала ЗАО «БМК-Инвест», обязано предложить остальным акционерам продать ему их акции. У ЗАО «БМК-Инвест» на конец марта 2004г. количество акционеров составляло 12,5 тыс. лиц. Однако, скорее всего, ОАО «БМК» освободят от этого обязательства те акционеры, которые, или за которых, проголосовали за закрытую подписку в пользу ОАО «БМК».

Остается надеяться только на добрую волю менеджмента Стальной группы «Мечел», структурным подразделением которой является Белорецкий комбинат. В этом случае менеджменту выпадает последний реальный шанс материализовать свою заботу о коллективе Группы в рамках данного эпизода.

Во-вторых, получить денежные средства в ходе ликвидации ЗАО «БМК-Инвест». Добровольная ликвидация общества в соответствии с уставом ЗАО «БМК-Инвест» относится к компетенции собрания акционеров. Собрание может решить, что достижение обществом цели, ради которой оно создано, невозможно, так как в настоящее время оставшийся на балансе ЗАО «БМК-Инвест» пакет акций ОАО «БМК» позволит выдвинуть в совет директоров комбината только одного представителя трудового коллектива, а не трех как ранее. А этого недостаточно для эффективной работы представительского органа. Соответственно имеет смысл имущество общества распродать, а полученные денежные средства после удовлетворения требований кредиторов распределить между акционерами.

Инициация ликвидации особенно актуальна в свете того, что менеджмент ЗАО «БМК-Инвест» уже начал искать новые направления вложения средств. Например, предполагается увеличить объемы торговли товарами народного потребления. Для этого уже получена лицензия на работу с алкогольной продукцией, приобретены торговые площади для открытия магазина. Таким образом, оставаясь у руля общества, менеджмент продолжает распоряжаться средствами акционеров по своему усмотрению.

В заключение добавим. Российская практика показывает, что участие работников в управлении предприятием посредством представителя, выбираемого в совет директоров организации с помощью акций, принадлежащих работникам, малоэффективно. В первую очередь это связано с самим выбором работниками своего представителя, который обычно имеет непосредственное отношение к менеджменту предприятия. Соответственно возникает конфликт интересов, разрешаемый не в пользу трудового коллектива.