

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И РЕГУЛИРОВАНИЕ ПОСЛЕ МАССОВОЙ ПРИВАТИЗАЦИИ ОПЫТ УКРАИНЫ

Александр Краковский
Prime Capital Securities, Limited

Второй проект
15 октября 2000
Направляйте комментарии
по адресу: akrakovsky@aol.com

- Ну что, будете брать председателя? – спросил старик, надевая свою заштопанную панаму. – Я вижу, что вашей конторе нужен председатель. Я беру недорого: сто двадцать рублей в месяц на свободе и двести сорок – в тюрьме. Сто процентов прибавки на вредность.
- Пожалуй, возьмём, - сказал Остап. – Подавайте заявление уполномоченному по копытам.

«Золотой телёнок», Ильф и Петров

Об авторе:

Александр Краковский – президент инвестиционной компании Prime Capital Securities, основанного им и партнёрами для предоставления инвестиционных банковских услуг и услуг по корпоративным финансам в странах СНГ. До недавнего времени г-н Краковский был вице-президентом NCH Capital, Inc. NCH управляет инвестиционными фондами в СНГ с общим объёмом капитала около 3 миллиардов долларов США. В обеих позициях г-н Краковский управлял покупкой пакетов, реструктуризацией и вопросами корпоративного правления в нескольких известных украинских компаниях, которые появились в следствие процесса массовой приватизации. Среди них такие, как Бориспольский Завод Продтоваров (сейчас Cerealia AG Breakfast Ukraine), АО Укрнефть, и многие другие. До деятельности в NCH, г-н Краковский был менеджером консультационной практики компании Coopers and Lybrand, где он работал с реструктуризацией банков СНГ, корпоративными финансами и американским рынком ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. Г-н Краковский получил степень магистра в бизнесе в Мерилендском университете со специализацией – корпоративное управление и регулирование^а.

Краткий обзор

Этот документ даёт обзор состояния украинских компаний, появившихся в результате массовой приватизации и пытается предложить возможные средства по решению проблем корпоративного управления. В частности, здесь обсуждается как рынок корпоративного контроля, юридическое регулирование фондового рынка и его развитие могли бы сыграть позитивную или негативную роль в реструктуризации и правах акционеров этих компаний. Также приводится ряд доводов о том, что ключевой целью улучшения корпоративного управления является ничто иное, как рыночная экономика. Эта работа не пытается реализовать полный академический подход, а делает попытку добавить к базе знаний, представляя «взгляд изнутри» на массово приватизированную экономику. Также в работе используются соответствующие работы для обеспечения теоретической базы представленным здесь заявлениям. Как вывод, говорится что увеличение оперативности рынка корпоративного контроля спасёт большое количество приватизированных активов в экономике. В документе также предлагается взвешенный и реалистический подход к развитию рынков капитала и открытых компаний. В заключении, даются предостережения от шагов и методов, которые могут практически ухудшить ситуацию.

^а Здесь и далее смотрите примечания переводчика: корпоративное управление (от англ. corporate governance) иногда переводится как корпоративное управление и регулирование. В разделе “Определение корпоративного управления и регулирования” дана дефиниция этого понятия.

Введение

За последние пару лет, корпоративное управление, а также права акционеров стали модными выражениями, которые даже перекрывают приватизацию в СНГ. В 1996 автор этого документа подал жалобу в Комитет Кучма-Гор по поводу нарушений прав мелких акционеров в проведении эмиссий акций АО «Днепрошина» и АО «Дрепрокислород». Несмотря на то, что данная проблема не получила особого внимания и не была разрешена, был достигнут некий компромисс в виде создания Специальной комиссии по корпоративному управлению и правам акционеров.

В течение последних пяти лет этот автор много раз вёл вопросы корпоративного управления от имени инвесторов. Некоторые проекты имели большой коммерческий успех, который принёс миллионы долларов прибыли для инвесторов, не говоря уже о полученном удовлетворении от сохранения предприятия. Другие были неудачными. Один из проектов закончился арестом автора и даже комически сфабрикованным обвинением в покушении на убийство¹.

В рамки этой работы не входят ни обширные ссылки на академическую литературу², ни предоставление исчерпывающей программы реформ в области корпоративного управления. В этой работе автор хотел бы довести следующее:

- 1. Как обстоят дела.** Из шестилетнего опыта в странах СНГ, четыре из которых проведены в подсолнечных полях на скупках акций украинских компаний, в кабинетах директоров, на заседаниях наблюдательных советов⁶ и в цехах приватизированных предприятий, реструктуризируя их, а также в милиции на допросе по обвинению в покушении на убийство.
- 2. Как должны обстоять дела,** базирясь на его академической подготовке и опыте в развитом мире «большой шестёрки...сейчас большой пятёрки».
- 3. Немного рекомендаций по поводу как достичь того, чтобы дела обстояли, лучше.** Изначально целью этого документа было выделить некоторые вопросы и предположения, которые важны для попыток реформирования, но многие комментарии запрашивали практические предложения, которые могут быть приняты правительством и советниками. Автор попытался представить ответы на некоторые вопросы «что делать». Однако, в рамки данной работы не входит представление полной программы для корпоративного управления в странах СНГ. Намерение автора – подготовить некоторую почву для развития программы корпоративного управления в правильном направлении, а также для работы, которая улучшит «обстоятельство дел» и добавит к уже существующей базе знаний.

Данная работа построена таким образом:

¹ Смотрите для примера: Investors in row... Kyiv Post, 3 июня, 1999 г.

² Достаточно полный обзор соответствующей литературы вы можете найти у Дайка (1999), Стиглицца (1999) и других недавних работах по корпоративному управлению и приватизации.

⁶ «Наблюдательный совет» в Украине или «Совет директоров» в других странах, употребляется здесь как «Совет».

1. Определение корпоративного управления и регулирования для цели данной работы. Это не только для тех, кто не различает корпоративное управление с бизнес менеджментом, а также для формулировки основ и предположений данной работы.
2. Объяснение того, почему корпоративное управление и регулирование так важны после массовой приватизации.
3. Обзор рынка корпоративного контроля как ключевого момента реструктуризации после массовой приватизации.
4. Короткий обзор массовой приватизации и ключевых юридических вопросов на Украине.
5. Обсудить вопрос актуальности рынка ценных бумаг и стабильности открытых акционерных обществ после массовой приватизации.
6. Рекомендации по государственной политике и программам западной помощи.

Определение корпоративного управления и регулирования

Корпоративное управление и регулирование – это практика и изучение путей совершенствования взаимоотношений между различными заинтересованными лицами в корпорации. Корпоративное управление прежде всего сконцентрировано на отношениях между руководством, различными классами акционеров (меньшинство, большинство, контролирующий, и т.д.) и кредиторами. Основной вопрос – это механизмы контроля аутсайдерами (обычно это кредиторы и мелкие акционеры) инсайдеров (руководство и контролирующие акционеры).³

Эта проблема как правило выступает в виде четырёх различных, но связанных механизмов⁴:

- Внутренний механизм обычно применяется через Совет открытой компании. Поскольку акционеры в открытой компании не могут эффективно управлять или контролировать руководство корпорации, они избирают Совет. Основная задача такого Совета – наблюдение за деятельностью менеджмента⁵.
- Договорной механизм. Обычно фокусируется на развитии уставов корпорации, учредительных договорах, кредитных договорах, контрактах с руководством, и т.д.⁶

³ Текст из таких академических работ: Берле и Минз «Современная корпорация и частная собственность» 1932, и Дженсен и Меклинг (1976), указывают на потенциальную экспроприацию инсайдерами (руководством) аутсайдеров в корпорации. Обширные ссылки на работы по корпоративному управлению и регулированию могут быть найдены в таких недавних работах, как Ла Порта Лопен и Шлейфер (1998), а также Стиглиц (1999).

⁴ Договорной, юридический и неявный механизмы описаны Дайком (1999)

⁵ Для лучшего обзора литературы по эффективности совета директоров, смотрите Джона и Сенбета (1998)

⁶ Договорной механизм превалировал как ключевое решение проблем корпоративного управления и регулирования в ранних работах Коуза (1961), Дженсен и Меклинг (1976),

- Юридический и регулирующий механизм. Включает в себя, но не ограничивается, законы о хозяйственных обществах, правила фондового рынка, законы о банкротстве и реструктуризации долгов, коммерческий кодекс, право по таким вопросам как ответственности попечителей^б и правила бухучёта.⁷
- Неявные решения. Это – рыночные, социальные и политические механизмы, такие как: рынок корпоративного контроля, агенты с правом задержать (такие как профсоюзы), ограничения бюджетом капитала, политика дивидендов, финансовая структура, и т.д.⁸

Важно обратить внимание на то, что могут возникнуть споры по поводу того, какой из механизмов самый эффективный, но нет сомнения, что все четыре механизма важны для достижения максимальной эффективности в корпорации.

Другой очень важный момент данного документа заключается в том, что большинство работ по вышеназванному вопросу, особенно по юридическому регулированию, направлены на открытые акционерные общества. Большинство «закрытых компаний»^г также извлекают пользу из правил, хороших контрактов и неявных решений, однако соответствующие решения могут отличаться от частных соглашений.⁹ Например, сотрудник USAID, который занимался структуризацией соглашений в развивающихся странах рассказал мне, что при найме местных менеджеров в развивающихся странах, они должны были написать заявления об увольнении, в котором говорилось, что они воровали.

Истбрук и Фишель (1991). Эти работы указывали, что: а) корпорация – это контракт, б) существует стимул для агентов обязывать самих себя ради финансирования, г) если контракт составлен отлично, то тогда банкротство и регулирование не нужны, в то время как разрешение финансового кризиса осуществляется без потерь.

^б Ответственность попечителя – англ. *fuduciary responsibility*

⁷ Недавние работы Ла Порты, Лопеса, Шлейфера и Виши (ЛЛШВ) (2000) отмечают, что не всё может быть занесено в договор и это принуждение контрактом не определённо, поэтому юридическое регулирование должно дополнять контракты. К тому же, они указывают, что страны с английским законом имеют лучшую защиту корпоративных прав, потому что судьи могут использовать свой опыт и чувство справедливости в зависимости от ситуации, если она не описана в законе.

⁸ Дайк (1999) говорит о том, что корпорации в странах со слабыми юридическим регулированием обращаются к «решениям второго сорта», такие как концентрация, агенты с правом задержать и искусственные ограничения. Харт (1999) (ссылка в ЛЛШВ (2000)) на значение силы влияния заинтересованных лиц, а не формального потока денежных средств или прав голоса. Стиглиц резюмирует его идею корпоративной модели, где все заинтересованные лица (правительство, регулирующие организации, союзы и даже гражданские группы) имеют влияния, исходя из полномочий и политического доступа.

^г Здесь: «закрытая компания» - англ. *private company*, «открытая компания» – англ. *public company*. Акции открытой компании допущены к открытой торговле регулирующими органами.

⁹ Принципы корпоративного управления и регулирования ОЭСР (Организация экономического сотрудничества и развития) разъясняют данный вопрос: «Принципы фокусируются на открытых компаниях. Однако, в некоторых ситуациях они могут быть применимы и для закрытых, и могли бы также послужить орудием для улучшения корпоративного управления и регулирования в закрытых компаниях...» брошюра 1999 года, стр. 9.

Это дало владельцу значительный контроль в управлении. Практика на Украине часто похожа, только без упоминания о воровстве. Ясно, что такое решение было бы полностью неподходящим для открытой компании.

Давайте выясним: зачем это нужно?

Я спросил несколько западных консультантов: «почему права акционеров и корпоративное управление и регулирование так важны сейчас?» Некоторые ответы были такими: «Ну, без прав акционеров приватизированные компании не смогут привлечь капитал» или «это часть построения закона и порядка в обществе». По теме прав акционеров в Центральной Европе, журнал *The Economist* недавно писал:

«Вызывает волнение то, что если такие [мелкие] инвесторы уйдут с рынка и ликвидность упадёт, экономический рост пострадает. Без движения фондового рынка, странам Центральной Европы с развивающейся экономики будет тяжело привлечь капитал, который им необходим...»¹⁰

На самом деле это только частично справедливо и не достигает сути проблемы. **Без фокусирования на корпоративном управлении и регулировании и правах акционеров, микроэкономические реформы были бы несовместимыми с экономической моделью рыночной экономики. Приватизация не будет успешной, и рыночная экономика никогда не будет существовать.** Это громкое заявления. Вот почему:

Даже перед развалом Союза, западные советники говорили о приватизации. Почему приватизация? Потому что, по теории, владельцы частного бизнеса будут заинтересованы получением прибыли и будут управлять делом максимально лучшим способом. И как противоположность, государство никогда не будет эффективным собственником, потому что представители государственной власти не заинтересованы в прибыли предприятий так, как заинтересованы частные собственники.

Однако, если после приватизации новые владельцы не смогут использовать свои права как эффективные владельцы, тогда новые владельцы не могут быть эффективными. Если новые владельцы не могут быть эффективными, тогда только что приватизированные компании не будут управляться, базирясь на интересе дохода, всё равно чтобы эти компании были во владении государства. Цель приватизации не будет достигнута.

Получается только единственная разница в том, что правительство в советские времена имело социальные и «государственные интересы» (какими бы они ни были). Советская система центрального планирования усиленно контролировала предприятия для достижения этих целей, используя свои неограниченные возможности. После массовой приватизации, неэффективные владельцы имеют мало возможностей, или вообще их не имеют, и компании зачастую управляются в пользу людей, которые были допущены к кормушке, а не на пользу владельцев.

¹⁰ The Rights Issue, 29 мая 2000 года, *The Economist*

Возможно некоторые политики и консультанты могут объявить об успешном результате – компании были приватизированы, но экономика не улучшилась в результате приватизации без достижения эффективного собственника. Однако те, кто считают, что процесс приватизации и сама приватизация могли бы побудить к реструктуризации и росту эффективности, сильно ошибаются.

На самом деле, я сделаю шаг вперёд, без навешивания кому-либо ярлыков: большинство пост-приватизированных компаний в Украине сейчас контролируются теми, кто не владеет ими. Владельцами типичной украинской компании является огромное количество акционеров, которые не способны организовать ни одно корпоративное мероприятие, не говоря о замене руководства (неэффективные владельцы). Руководство вместе с партнерами, которые управляют или помогают управлять параллельными компаниями часто обдирают приватизированные компании через параллельные структуры. Большинство владельцев (акционеров) ничего, или почти ничего, не получает. Руководство простимулировано текущими прибылями в параллельных структурах, а не увеличением акционерного капитала. Эти компании не только инвестиционно не привлекательны из-за плохого корпоративного управления, они не функциональны как компании. Вместо того, чтобы пользоваться возможностями и развиваться или реструктуризоваться как компании следовало бы, украинские приватизированные компании практически развалены: скудное старое производство, которое выдержит ещё несколько лет прежде чем окончательно развалится. В других случаях, они просто лишены активов без какого-либо учёта прав акционеров. Более того, в отличие от советской системы центрального планирования с нелепым, но чётко сохраняемым контролем над руководством предприятий и потоком денежных средств, приватизированные компании зачастую не имеют никакой системы контроля над руководством и их ближайшими друзьями.

Рынок корпоративного контроля

Мы (западные советники), несмотря ни на что, решили, что приватизация приведёт к эффективным собственникам. На самом деле, политический компромисс массовой ваучерной приватизации считается лучше, чем оставлять крупный сектор экономики в руках бюрократов на ближайшее время.¹¹ Ваучерная приватизация, однако, отдала акции тысяч компании, многие достаточно маленькие, в руки 50 миллионов человек, которые меняли свои бесплатные ваучеры. (Украинские ваучерные фонды ничего не сделали, лишь внесли ещё один моральный риск в ситуацию^д). Среди многих маленьких, отдельных не проинформированных акционеров, только немногие были

¹¹ Смотрите для примера Стиглица (1999) “Washington Consensus” (Консенсус в Вашингтоне) со справочными комментариями сделанными Блэком, Краакманом и Тарасовой. Другим примером поддержки быстрой массовой ваучерной приватизации являлся крупный проект USAID по массовой приватизации, управляющий центрами аукционов в Украине. В информации USAID о стране (которая по прежнему имеется на веб-странице USAID) говорится “Помочь Украине успешно внедрить программу массовой приватизации, и в контексте событий развивать ее фондовый рынок”. Это являлось первой из шести конкретных задач USAID на ближайшие 12-15 месяцев.

^д моральный риск – от англ. moral hazard, означает риск быть обманутым

способны использовать свои права акционеров, что едва ли может быть названо эффективной формой собственности.

Многие из нас могут заявить: «А, ну так мы не консультировали правительства стран СНГ в то время», но это не является обсуждением того, как могло бы это быть. Те же власти, агентства, университеты и банки советовали этим же правительствам как и сейчас. Более того, чёткая теория поддерживала массовую приватизацию:

Субъекты, которые не могут быть эффективными владельцами и не могут контролировать свои компании, продадут свои корпоративные права тем, кто может это делать. Таким образом, рынок позаботится сам о себе. В действительности, даже если криминальные элементы поначалу получают контроль, они всё равно перепродадут права тем, кто сможет лучше управлять компаниями.¹²

Эта теория, однако, базируется на предположении, что рынок должен быть совершенен для такого рода операций.¹³ (Другими словами, массовое перераспределение собственности должно быть практично и с малыми потерями до полного операционного и финансового распада из-за неэффективной формы собственности). Однако, это совсем не очевидно.

Блэк, Краакман и Тарасова (1999) были одними из первых, которые оспорили миф о том, что рынок корпоративного контроля совершенен в странах с массово приватизированной экономикой. Они отметили, что массовая передача активов эффективным владельцам может происходить только в «мифически бурном рынке». Они также указали, что в реальности многие вещи происходили достаточно путано из-за многих реальных препятствий для осуществления операции перехода от неэффективного владельца к эффективному. Дайк (1999) тоже поддерживает эту же идею. Далее следует перечень некоторых таких барьеров из практического опыта автора. Этот практический опыт (пусть и анекдотический) подтверждает схожие примеры, изложенные в статье Блэка, а также моменты, подчёркнутые Дайком.

- Правонарушители могут извлечь значительно больше прибыли, чем законопослушные бизнесмены, применяя криминальные способы контроля и деятельности компании. Например, незаконное отнятие активов или оборота компании, руководство которой они контролируют. После лишения активов, компания теряет ценность.
- Неопределённое право собственности на акции: акции приватизируются сомнительным образом, что может быть потом оспорено. Принцип «честного покупателя» может быть применён, если акции не были обременены, но зачастую приватизированные акции обременены

¹² Это отражает теорему Коуза после статьи «Проблема социальной стоимости», 1961, в которой Нобелевский лауреат описывает то, что первичное размещение прав собственности не так важно, как чёткость самих прав собственности для достижения эффективного результата.

¹³ Теория Коуза предполагает, что рынок должен быть готов и завершён. Другими словами, все виды операций должны быть произведены эффективно и бесплатно.

инвестиционными обязательствами. Это даёт право чиновникам потом решать удовлетворены ли инвестиционные обязательства. Если представители власти решат, что инвестиционные обязательства не выполнены, то государство вправе забрать акции. (Хотя такое агрессивное поведение не наблюдалось со стороны центрально ФГИ, в регионах чиновники зачастую шантажировали так инвесторов)

- Очень сложно применять «должное усердие»^е, если вы хотите приобрести украинскую компанию. Эти компании обычно не ведут бухгалтерию по международному стандарту, не имеют настоящей ревизионной и контролирующей комиссии. (Недавний переход к международной системе бухучёта только символичен, потому что экономика не имеет достаточное количество опытных специалистов для обеспечения хотя бы нескольких компаний квалифицированными бухгалтерами).¹⁴ К тому же, документы по корпоративным и основным активам могут иметь ошибки намеренно, сделанные представителями власти и руководства, если их что-то не устраивало. У этого автора были ситуации, когда, например, местные власти просто аннулировали свидетельство на владение недвижимости, когда узнавали, что компания сменила владельцев. Иногда, после взятия под контроль выявлялись новые долги, заклады, аренды, обязательства и права. Обычно эти обязательства были в пользу приближённых первичного руководства, местных властей или бандитов.
- Преграды для покупки: данный автор в своё время наблюдал выкупы у ворот завода, в подсолнечных полях и даже по домам. Это операция чрезвычайно дорога и рискованна. Представьте себе: вылавливание тысяч колхозников колхоза «Дорога к Коммунизму», объясняя, что они могут быть акционерами компании, о которой они даже и не слышали (потому что директор колхоза сказал им отдать свои ваучеры за акции компании). Потом рассказывая им, что если они акционеры, то могут продать свои акции за наличные деньги им нужно принести свои документы в определённое место на следующий день и получить деньги. После этого нужно самому явиться в это место с деньгами (иногда сумма составляет несколько сотен тысяч долларов наличными деньгами в эквиваленте) и притащить за собой нотариуса, надеясь, что твоя охрана сильнее местных бандитов. Визиты и ревизии из КРУ, СБУ, МВД, прокуратуры и других «контролирующих органов» совершенно определённы и они никогда не защищают брокеров от бандитов. Несколько раз брокеры при покупке акций были арестованы милицией, и выпущены лишь после «выяснения вопроса».

К сожалению, однако, нет никакого структурного способа осуществить официальный и открытый тендер всем акционерам компании сразу. Регистратор не вправе открывать список акционеров или содействовать тендеру. Единственный способ нахождения акционеров - через работников, генерального директора, по слухам и наблюдению на сборах акционеров.

^е «должное усердие» от англ. due diligence

¹⁴ По словам Джери Парффита, управляющего партнёра Price Waterhouse Coopers, сегодня действуют всего около 50 (пятидесяти) сертифицированных бухгалтеров (СМА, ИССА и СРА) с украинским гражданством. (разговор от 5 сентября 2000 года)

- Барьеры для осуществления сделки. Для покупки акций у субъектов необходимо заверить контракты, зачастую по цене 50 долларов за контракт – хорошая сумма, учитывая, что многие субъекты не имеют акций на эту сумму. (Как альтернатива, регистратор может заверить контракт, но это обычно не практично). К тому же исполнительный брокер, ответственный за регистрацию покупки после перехода денег в другие руки, рискует, что выдержки или сертификаты фальшивые. Открытие депозитного счёта для каждого лица зачастую стоит больше, чем стоят акции при том, что нужда в заверении неизбежна. В маленьких городах (с населением менее 300 тысяч человек) обычно работает один или два нотариуса, которые привыкли работать у себя в конторах, а не у ворот заводов.
- Генеральные директора имеют серьёзный мотив сохранить «предприятие коллективным». Пока акции у рабочих, они могут заставлять работников не продавать их, и, таким образом, полностью контролировать предприятие. В зависимости от ситуации это может быть достигнуто угрозами увольнения или через угрозу преследования местной власти или просто путём личного влияния. Многие украинские сельские работники научены делать «как говорит начальник» без вопросов. Они даже голосуют таким образом. Многие из них полагаются на руководство предприятия в объяснении своих прав (продавать - не продавать, голосовать - не голосовать, оставаться - увольняться). Таким образом нарушено не только право работника продавать, но они естественно не могут пользоваться и другими правами акционеров, оставляя директору всю власть.

Но это не означает, что рынка корпоративного контроля не существует. Он существует и даже бурный в некоторых ситуациях. Этот автор действительно сделал несколько успешных выкупов на этом рынке. Однако, такие выкупы очень сложны, ограничены и дороги в большинстве случаев, в результате, огромное количество приватизированных компаний не может иметь эффективных владельцев при существующих условиях из-за больших препятствий и затрат на операции. Однако многие из названных препятствий могут быть устранены с помощью экономически направленных реформ.

Украинская приватизация

Украинская приватизация фундаментально не отличалась от схем массовой приватизации в Чешской республике, России, Болгарии и других странах. Различные доли были распределены между работниками, на аукционах и тендерах за ваучеры, на аукционах за деньги и т.д. Как и в других странах, это сопровождалось скандалами, взаимными обвинениями и другими проблемами. Особенности Украины состояли в следующем:

- Ход приватизации был относительно медленный. Но это не улучшило ситуацию, а только дало руководству больше времени укрепить свои позиции. Часто процесс приватизация занимал 2 или 3 года от продажи первого пакета до последнего. Это только усилило неэффективность, и как результат – «неизбежные проблемы с корпоративным управлением, которые возникли до покупки контрольного пакета...», как пишет Дайк (1999).

- Планы приватизации не были фиксированы, как в России. Размещение среди рабочих, владельцев ваучеров, через аукционы и тендеры было политическим процессом, который в основном позволил «своим людям» приспособить выгодную для них схему. Изменение плана приватизации предприятия несколько раз было обычным явлением.
- Ваучеры не были переводными как в России. Украинские граждане могли только вложить ваучеры в ваучерные инвестиционные фонды в обмен на фондовые сертификаты. Эти сертификаты были переводными. Брокеры, поэтому, установили разработанные схемы покупки ваучеров через инвестиционные фонды. Как результат, в сущности все инвестиционные фонды являются аппаратами инвесторов, которые покупали акции по средствам накопления ваучеров. Акции удерживаются в инвестиционных фондах до тех пор, пока фонд не получает разрешение на закрытие и распределение акций их владельцам (сейчас все фонды закрываются и будут закрыты до конца следующего года). Так как конечные владельцы большинства акций в инвестиционных фондах не известны, то возможно не стоит полагаться, в любом случае, на партнёрство с инвестиционным фондом в какой бы то ни было программе корпоративного управления и регулирования.
- В дополнении к обычным приватизационным ваучерам, были компенсационные ваучеры, которые давали людям больше возможностей для участия в приватизации как компенсация за потери сбережений, случившейся в результате гиперинфляции. Однако объём продажи за такие ваучеры был невелик.
- Существует ряд тендеров: коммерческие, некоммерческие, международные. Иностранцы могли участвовать во всех видах тендеров, но до сих пор, в большинстве случаев, украинцы были более приспособленными выиграть в этих тендерах.
- Правительство также находится в процессе продажи больших пакетов крупных предприятий. Новая официальная политика – привлечь западных стратегических инвесторов на покупку крупных пакетов. До сегодняшнего момента было осуществлено только 3-4 таких продажи
- Сейчас приватизируются сельскохозяйственные предприятия. В большинстве случаев работники хозяйств получают акции акционерного хозяйства и/или земельные ваучеры и размещение собственности от колхозов.

Юридическая база

- По закону одна акция – один голос.
- Уставы компаний, созданные Фондом госимущества для приватизации в основном типовые, несмотря на род деятельности компании: будь то универмаг или крупный энергогенератор.
- Допускается кумулятивное голосование, но оно не обязательно. Это не было предусмотрено в уставах приватизированных компаний. Насколько я знаю, только 3 компании занесли данный вид голосования в устав (ДнепрЭнерго, Укрнефть и ОдессаКабель). Но ни одна из компаний, пока, не внедрила данный способ. ДнепрЭнерго откровенно проигнорировало данное

положение на последнем собрании акционеров. Укрнефть и ОдессаКабель ещё не проводили собрания акционеров в рамках нового положения.

- Кворумом собрания акционеров считается 60%. Новый предложенный закон меняет его до 40%, если не набрано 60% в первый раз.
- Объявление о собрании акционеров должно даваться за 45 дней в письменном виде каждому акционеру. На собрании можно голосовать только по вопросам, внесённым в повестку дня.
- Голосование по почте на основании доверенности^ж не допускается.
- В наблюдательный совет могут избираться физлица, которые являются либо акционерами, либо представляют акционеров. Члены Совета теоретически могут быть привлечены к суду за нанесение ущерба компании, но такого ещё не случалось, насколько известно.
- Выпуск акций теоретически должен быть одобрен 75% голосов, но 33% этих голосов может быть передано подписанным, но не зарегистрированным акциям. Поэтому 2-й выпуск фактически должен быть утверждён 66% голосов.
- Акционеры имеют преимущественные права на подписку на новую эмиссию, но также существует принцип «первого пришедшего». Это означает, что акционер с одной акцией, появившийся физически первым на место подписки, может получить всю эмиссию.
- Простое большинство – 50%, абсолютное большинство – 75%. Абсолютное большинство необходимо для изменений в уставе, реорганизации и создании новых дочерних предприятий.
- Реестр является конфиденциальным по закону. Это означает, что тендер не может быть открыто проведен для всех акционеров.
- Требования по раскрытости компаний: имеющийся отчёт о доходах и баланс. Наличие независимого аудита или квалифицированного контроля не требуется.
- Руководство имеет те же права на работу и увольнение как и работники, несмотря на права акционеров на изменения руководства. Это означает, что руководство может подавать иск на компанию, если оно уволено без причины на собрании акционеров.

Вопрос открытых компаний

Украина, как и многие другие страны СНГ и центральной Европы, приватизировала почти все компании (десятки тысяч) как «открытые» или публичные с большим количеством мелких акционеров. Однако это не означает, что многие из этих компаний могут быть практически открытыми.

Существует много споров по поводу наиболее действенных средств как сделать функционирование приватизированных компаний более эффективным. Большинство аргументов допускают, чтобы компании оставались открытыми и фокусируются на изменении механизмов контроля: регулирующего, договорного и неявного. Некоторые указывают на проблему того, что не было предварительных отношений между менеджментом и акционерами, что задело эмоции менеджмента, так как акционерами их просто наградили, не дав ничего компании, и они не реальны. Чувства в сторону, суть этой проблемы важна, и

^ж голосование по доверенности – англ. proxy vote

она лежит в основе массово приватизированных компаний. Массовая приватизация началась без соответствующих контактов, законов или ведомств, хотя предполагалось, что отсутствие данных контактов, законов и ведомств можно наверстать. В отличие от компаний, эмиссию которых котировал бы устоявшийся инвестиционный банк, ни продавец (правительство), ни руководство не имело предполагаемого мотива связать руководство каким-либо видом договорных или регулирующих обязательств.¹⁵ Это вызвано тем, что приватизация не намеревалась привлечь средства, а просто раздать и удовлетворить требования международных институтов (МВФ, ВБ) по осуществлению максимального объема приватизированных активов. Таким образом, вместо своего рода поднимающих стоимость переговоров между продавцом и покупателем по поводу обязательств инсайдеров, права акционеров были минимализированы, что позволило инсайдерам довольствоваться по крайней мере тем же или большим объемом личной выгоды после приватизации, так же как они и делали это ранее. **Сейчас, мы говорим руководству поменять контракты задним числом. Однако, у них нет стимула связывать себя обязательствами задним числом.** «Договаривайся на берегу...», говорит старая пословица, «потому что как только корабль покинул порт, и пассажир и капитан в одной лодке». Сейчас корабль ушёл, и обе стороны связаны договором на берегу.

Мы также стараемся предписать развитие регулирования и институтов. Но контракты и институты дополняют себя, без реальных контрактов, регулирование не будет таким эффективным, а также открытая форма собственности не будет эффективной. Кроме того, те же инсайдеры, которые получают выгоду из-за отсутствия стойкого регулирования будут лоббировать сохранение плохой системы регулирования.

Усложняющий фактор заключается в том, что все компании, прошедшие массовую приватизацию, крайне нуждаются в реструктуризации. Только сильный и предприимчивый Совет может провести такое мероприятие. **Многое может быть обусловлено законом, но закон не может заставить Совет быть предприимчивым.** Единственный способ достичь эффективной формы собственности – это концентрация акционерного капитала таким образом, чтобы владельцы крупных пакетов могли использовать одно из немногих прав акционеров, которое предоставляется в уставе: поменять руководство при 50% согласия и изменить устав при 75%, но всё равно учитывая разнообразные экстраординарные способы, применяемые руководством и бюрократами, которые попытаются помешать акционерам воспользоваться этими правами.

Однако не существовало вопроса по поводу того, является ли открытая форма компании эффективной формой для какой-либо из компаний, массово приватизированной, или они скорее предопределены быть закрытыми. Важно определить предназначена ли компания быть открытой, потому что по всем практическим причинам, юридическое регулирование, контракты и уровни формализации отличаются в закрытых и открытых компаниях. Если кто-либо собирается давать рекомендации украинскому правительству по правам акционеров, он должен знать, являются ли эти права практическими. Например,

¹⁵ Данное заявление противоречит логике Коуза о том, что мотивированный продавец на первичном рынке будет заинтересован обязать самого себя.

вы – осведомлённый акционер, владеющий 1/1000 акций маленькой обувной компании. Тогда:

А) стоимость распечатки и пересылки финансовой информации больше дохода на ваши акции.

Б) финансовыми показателями может легко манипулировать менеджмент.

Г) обувная фабрика не может нанять квалифицированного контролёра и аудитора из-за стоимости таких специалистов, кроме того, 50 бухгалтеров - не цифра для экономики с 50 миллионным населением и наличием свыше 27000 открытых акционерных обществ.

Д) вам будут дороже стоить поездки на собрания акционеров, чем стоимость потенциальной доли ваших прибылей

Е) при настоящих условиях, цена операции продажи ваших акций возможно выше, чем их стоимость.

Предположите, что сейчас эта обувная фабрика имеет около 1000 владельцев. Это не пример эффективной формы владения, даже если используются все соответствующие правила. Тогда зачем пытаться создать правила открытой компании для компании, которая никогда не будет на самом деле открытой. Экономически эффективным решением для такой компании будет выкуп оперативным собственником. Это не должно быть законодательно навязано, но должно быть понято и поддержано.

Корпоративная структура открытой компании обычно сильно отличается от корпоративной структуры закрытой компании. Это потому, что один или несколько акционеров могут использовать прямой и менее формальный контроль, чем большая группа акционеров. Для того, чтобы большая группа акционеров была эффективной, необходимы многочисленные правила оговаривающие принятия решений и действий. Акционер закрытой компании принимает большинство решений односторонне и не нуждается в внутренних правилах. Более того, заключение контрактов о правах между различными группами акционеров (меньшинство, большинство и т.д.) в закрытой компании обычно проще. Несомненно, предлагаемое сегодня юридическое регулирование на западе относится только к закрытым компаниям.

Кроме того, сами ново созданные институты, такие как суды и комиссия по ценным бумагам, должны заниматься новыми вопросами. Они не имеют возможности справиться должным образом с этими вопросами в 27.000 компаний. Если бы этим институтам надо было иметь дело с меньшим количеством компаний, но которые ближе подходили бы под предназначение данных учреждений, они могли бы начать более реальное регулирование вместо того, чтобы погрязать в проблемах выше головы.

Определение, что такое открытая компания зависит от Вашей формулировки. Если любое акционерное общество открытого типа (ОАО) – открытая компания, тогда на Украине существуют 27.000 открытых компаний, как описано выше. Большинство компаний были приватизированы как ОАО. Будет ли кто-нибудь убеждён, что хоть одна из этих компаний может представить

проект, который выгоден (содержащий положительный NPV)³ для акционеров, а не только для инсайдеров? Скорее всего – нет.¹⁶ Однако, для привлечения капитала для новых инвестиций этим компаниям необходимо представить позитивный NPV акционерам, а это может быть сделано через относительно дорогие механизмы корпоративного контроля¹⁷, которые компании не могут себе позволить из-за относительно маленького размера, нехватки квалифицированных кадров и недостатка в теперешней структуре управления. Кроме того, руководство не заинтересовано создавать контролирующие механизмы, потому что оно более опытно в получении большей выгоды от экспроприации, чем от способности представить проекты с позитивным NPV.

Но если вы возьмете западное юридическое определение открытой компании со всеми атрибутами, разработанными за последние 100 лет в США и Европе, то вы поймёте, что в Украине не будет открытых компаний ещё долгое время.

Автор рекомендует практическое определение открытой компании как такой, где владельцы – большое количество мелких акционеров, являются в группе эффективными собственниками. Это не означает, что каждый акционер должен действовать как эффективный собственник. Наоборот, открытая компания базируется на специализации. Большинство акционеров на западе, например, более пассивны, чем акционеры на Украине. Эффективная открытая форма собственности означает, что механизмы, через которые аутсайдеры контролируют инсайдеров – эффективны:

- Прежде всего, должен быть заинтересованный, осведомленный и ответственный Совет.
- Необходимо минимальное количество информации в форме объективных бухгалтерских отчётов и других сведений.
- Руководство должно полностью подчиняться решениям акционеров и Совета.
- Должны быть определённые гарантии для пассивных акционеров. Даже если активные акционеры получают больше денег по причине внутреннего доступа, должен существовать механизм, обязательно оставляющий долю

³ NPV – от англ. net present value, текущая валовая стоимость – это дисконтная сумма предполагаемых прибылей минус сумма инвестиций

¹⁶ Несмотря на то, что такая компания могла бы предоставить проект с позитивным NPV, инвесторы будут включать в свои расчёты возможность своей экспроприации. Вот что делают многие местные брокеры: продают украинские и российские акции иногда с 90% скидкой похожим компаниям на западе. Как понимает автор, эти акционеры правильно оценивают потенциал для экспроприации и полагает, что украинская компания могла бы предложить проект, который был бы с позитивным NPV на западе. Акционеры в данной ситуации, однако, могут рассчитывать только на 10% от ожидаемого наличия денежных средств и скорее всего скажут, что это не позитивный NPV. Очевидно, никто в правильном понимании не будет финансировать такое расширение через выпуск акций.

¹⁷ Как необходимость, но не как достаточное условие, эти механизмы должны быть такими: а) выразительный проверенный отчёт по финансовым показателям, б) квалифицированный независимый контролёр, г) квалифицированный, заинтересованный и законно ответственный Совет.

пассивных акционеров. Такой механизм создаёт фундаментальную стоимость акций независимо от их ликвидность.¹⁸

- Руководство имеет открытую и адекватную заинтересованность в акционерном капитале. Даже если руководство как-то простимулировано потреблением чрезмерных привилегий (мягко говоря), они всё равно боятся быть уволенными из-за плохой производительности (или в крайнем случае арестованными за воровство) и иметь прямую финансовую долю в компании, а не в параллельной структуре. Заметьте, что едва ли владение акциями компании показывает, что руководство заинтересовано в акционерном капитале. Если другие атрибуты отсутствуют, например, то руководство никогда не будет уверено, что их акции будут чего-либо стоить. К тому же, полная заинтересованность в компании должна быть сильнее, чем заинтересованность в потенциальных параллельных структурах, таким образом руководство будет а) заинтересовано закрыть параллельные структуры и б) не заинтересовано открывать новые.
- Компания имеет потенциал быть реструктурирована как открытая. Это означает, что есть потенциальная группа (руководство, активные акционеры, Совет, эффективные агенты на рынке корпоративного контроля), которая заинтересована акционерным капиталом и может внести глобальные перемены в компанию, в ее корпоративные документы, руководство и операции для улучшения деятельности.
- Компания достаточно крупная, чтобы оправдать затраты на торги, голосование, борьбу за права акционеров и анализа её акций (как крайний пример: обувная фабрика с 100 работниками не будет хорошим кандидатом для развития как открытая компания).

В то время как это является предметом для отдельного обсуждения (может для дебатов), автор уверен, что сейчас на Украине НЕТ компаний, которые могли бы стать открытыми, основываясь на их положении, без вмешательства. Даже крупнейшие компании, указанные в списке ПФТС: Укрнефть, ДнепроЭнерго, ДонбассЭнерго, ЦентрЭнерго, ЗападЭнерго, КиевЭнерго, ЗапорожСталь, Завод Илльича, контролируются руководством или местными инсайдерами, которые не заинтересованы в реструктуризации этих компаний для создания ценности меньшинству акционеров, но заинтересованы использовать их возможности как часть собственного бизнеса.

Несмотря на то, что статус «открытая компания» вышеперечисленных компаний можно обсуждать, то совершенно точно десятки тысяч компаний ОАО никогда не будут иметь **эффективную открытую форму собственности.**

Активность на фондовом рынке ПФТС (около 20 миллионов долларов в неделю) не является активностью фондового рынка, а скорее рынка корпоративного контроля. Всегда существует интерес приобретения контроля в какой-либо из компаний, торгующих или зарегистрированных в ПФТС, а также появляется некоторая активность. Как только деятельность поглощения завершится или прекратится, рынок для акций данной компании снова припадёт. Например, активность в некоторых ОблЭнерго в марте была

¹⁸ Дженсен и Меклинг (1976) считали, например, ограничения на экспроприацию как предельную долю в акционерном капитале

результатом местного желания взять контроль. Как только интерес был удовлетворён или прекращён, рынок акций ОблЭнерго снова припал.

Ещё один анекдотический пример того, что это не может быть названо рынком капитала: на этом рынке, при всём равном, акции компаний с директорами-алкоголиками зачастую более желанны, чем те, где директора интеллигентны сильны и ориентированы на бизнес. Потому что алкоголик менее вероятно будет использовать экстраординарные средства для борьбы с поглощением.

Все присвоения, происходящие в крупных так называемых ОАО, однако, не означают, что продуктивные активы этих компаний никогда не будут выступать на вторичном рынке. Это просто не произойдёт в существующей форме. Активы или контроль со временем станет частью другого частного предприятия либо через банкротство либо через отчуждение. В меньшинстве случаев, эти компании будут закрыто реструктуризированы, и выставлены как открытая компания или как частная продажа.

Хороший пример, который приходит в голову в данном случае - это российское ОАО Связьинвест, в которой наиболее выгодные услуги, такие как сотовая связь, были внесены в совместное предприятие с Телекоминвестом, компания с тесным кругом акционеров. С таким существующим акционером, как Джордж Сорос, Связьинвест после реструктуризации не имела бы проблем с выпуском своих собственных ценных бумаг для развития бизнеса мобильной связи вместо того, чтобы вносить мобильную связь в совместное предприятие с другой российской компанией. Однако, этого не произошло, так как получилось более целесообразным для компании (и возможно инсайдеров) внести услуги мобильной связи в СП с Телекоминвест и российским инвестором. Смешно то, что Телекоминвест возможно станет открытой компанией скорее, чем Связьинвест, потому что она с тесным кругом акционеров и может быть реструктуризирована быстрее и легче, чем Связьинвест.

Связьинвест, по-прежнему, - крупная телекоммуникационная компания с позитивным потоком денежных средств. Возможно со временем, она будет реструктуризирована с тем, что осталось. Вопрос для большинства бывших соц-стран: какие из компаний предназначена быть открытыми. Другими словами, какие компании способны стать открытыми (в определении автора) прежде чем в тех компаниях ничего не останется, чтобы сделать из них что-либо? Это один из первых вопросов, на который политики должны получить ответ. Догадка автора в том, что лучшим источником для будущих открытых компаний сейчас являются ново основанные компании, а не приватизированные ОАО.

Образец прав акционеров

Соответствующие Советы (директоров или наблюдательные), контроли, отчёты, информация, открытость и открытые мотивы руководства, и т.д. защищают права акционеров в открытых компаниях. С эффективной формой собственности и устойчивыми правами акционеров, руководство будет заинтересовано реструктуризировать компании, улучшить операции и искать более выгодные возможности для компании и привлечения инвесторов.

Что произойдёт, тогда, когда компания не предназначена стать открытой или не восстанавливается? Как и в примере с обувной фабрикой, неважно насколько строго регулирование, компания не будет работать с теми же механизмами лучше, потому что внедрение этих прав разрозненными акционером будет непрактично или слишком дорого. Мой украинский коллега, комментируя оформление прав каждого акционера в дисфункциональных компаниях, заметил: “Вы также можете дать им право летать на луну по выходным. Эффект будет тот же, и руководство тоже не будет возражать. Никакое оформление не будет гарантировать прав, если эти права нигде применить”. Итак, что же может наиболее эффективно защитить права тех, кто не может быть эффективным собственником? **Право продавать.** Для этого потребуется облегчить эффективному владельцу возможность покупать, а также создать в некоторых ситуациях обязательство купить.

Иронично то, что западные советники сформировали комиссии по ценным бумагам (КЦБ) в странах с прошедшей массовой приватизацией по типу западных комиссий по ценным бумагам с теми же полномочиями, правами и принципами как на западе. Например, двое из пяти комиссионеров Грузинской комиссии ценных бумаг - бывшие работники американской комиссии по ценным бумагам. Эти специалисты, однако, занимаются регулированием огромного в количестве эмитентов рынка, состоящим исключительно из акций, которые никогда не получили бы право котироваться на любом из западных бирж. В крайнем случае, если украинская КЦБ будет действовать как американская КЦБ, то она должна требовать де-листинга всех ОАО и запретить котировки акций. Однако, де-листинг акций не есть верным, потому что акции здесь уже распределены среди большого количества акционеров, и, несмотря на все проблемы, существует надежда, что через рыночные механизмы что-то улучшится.

Даже если юридическое регулирование качественно и комиссия по ценным бумагам была бы эффективна с иной группой компаний, более подходящих для их задачи, теперешняя ситуация всё равно не внушает доверия к рынку. В результате, как иностранные так и местные инвесторы по праву сторонятся украинского рынка и любой попытки разместить что-либо достойное на украинском рынке по реальной цене невозможно, т.к. оно утонет в трясине того, что продаётся сейчас. Нет надежды ни на формирование новых котировок первичного выпуска акций ни на вытягивание приватизированных компаний, которые могли бы быть открытыми. В открытых компаниях, руководство и Совет должны быть заинтересованы акционерным капиталом, но украинский рынок не сможет обеспечить заслуживающий доверия мотив, потому что нет веры в рынок даже среди менеджеров и директоров. Предлагаемое решение – это отделить семена от плевел, даже если семян пока нет. В следующем разделе автор предлагает как это сделать.

Порядок реформ

Признавая, что настоящий рынок ценных бумаг – это рынок корпоративного контроля, и что экономика полна дисфункциональных компаний, которые не

способны стать открытыми, необходим соответствующий порядок реформ. Этот порядок реформ должен лежать в основе объёмной программы по корпоративному управлению для Украины и возможно для других экономик, прошедших массовую приватизацию:

1. Завершением рынка корпоративного контроля облегчить вступление во владение эффективным частным владельцам. Тут могут быть споры, но автор уверен, что облегчение вступления во владение не только облегчит эффективную форму владения, но также защитит права меньшинства акционеров. “Как?” спросите вы, “но всегда существует конфликт между большими людьми и простыми смертными”. А вот как:
 - Очевидная угроза выкупа заставит руководство некоторых компаний по крайней мере начать платить дивиденды, или конкурировать за контроль путём покупки акций, или начать способствовать необходимым изменениям, и, таким образом, увеличивать акционерный капитал, и оставлять меньше возможности для его превращения в личные привилегии.
 - Менее затратная возможность взять контроль увеличит цену, особенно там, где индивидуальные пакеты небольшие.
 - Больше возможностей выкупить привлечёт больше потенциальных покупателей, и таким образом увеличит конкуренцию и цену, предлагаемую за акции.
 - Больше возможностей выкупить контроль привлечёт больше стратегических участников, создавая конкуренцию и увеличивая скорость с которой компании будут менять владельцев. Кто-то может сказать, какая разница сколько времени займёт процесс вступления во владение, если оно происходит своим чередом. Не только мы умрём своим чередом, эти дисфункциональные компании тоже умрут и для покупки ничего не останется.
 - Более открытый рынок для корпоративного контроля привлечёт более честных и открытых инвесторов, и таким образом сдвинет потенциальные криминальные элементы, которые могут управлять компаниями нечестным путем.
 - Более доступный рынок корпоративного контроля быстро отрегулирует много маленьких и средних компаний, которые бы оставались в тени из-за пробелов в защите прав акционеров и программах по корпоративному регулированию. **Ни одна компания со стоящим бизнесом или активами не будет сохранена от гнева реформы, даже если она находится в тени.** Это может быть итальянский галантерейщик, выкупающий фабрику пуговиц, турецкий обувщик, покупающий обувную фабрику, или украинский торговец, приобретающий крупный, но безобразный ресторан напротив. Частные бизнесы должны заставить работать эти компании без помощи благонамеренных консультантов или бюрократов.
2. Содействовать частной реструктуризации. Советы по законодательным реформам и изменениям в корпоративных документах (контрактах) должны отражать то, что многие компании не предназначены быть открытыми, а вместо этого скорее фокусироваться на сегодняшних практических вопросах облегчающих реструктуризацию, а не над теми вопросами, которые должны регулировать или структурировать открытые компании. Без преодоления

текущих препятствий реструктуризации, компании не выживут ни для статуса открытой ни для статуса частной компании. Подробности приведены в следующем разделе.

3. Продвигать развитие открытых компаний. Ситуация с отсутствием компаний, предназначенных быть открытыми, требует вмешательства.

Подробности

Здесь приводится список НЕКОТОРЫХ особенных изменений или реформ, которые улучшат корпоративное управление, согласно нижеприведенному порядку. Этот перечень ни в коей мере не является исчерпывающим. Это просто примеры некоторых перемен, которые должны произойти, и должны привести к более объёмным решениям. Необходимо провести тщательное, но соответствующее обстоятельствам изучение рынка акций, управления и законов для развития полной программы корпоративного управления:

1. Содействие вступлению во владение:

- В законе о регистраторах необходимо отметить, что регистраторы должны содействовать и проводить общение от акционера ко всем другим акционерам за счёт отправителя. Это может быть сообщение о тендере на акции, а также извещение о корпоративных мероприятиях. Закон также должен установить цену за данную услугу регистратора. К тому же, закон должен требовать, чтобы номинальные держатели передавали сообщения фактическим акционерам и владельцам депозитарных расписок. Этот закон облегчит реструктуризацию, помогая в передаче сообщений о действиях по корпоративному управлению.
- Или закон, или же ПФТС должны предусматривать способ предложения тендера на выкуп в массово приватизированных компаниях оставшимся акционерам. Этот способ не является исключительным, но информация об этом способе должна быть распространена среди как можно большего количества людей. Он может быть детализирован до форм и способа регистрации. Многие юридические советники не любят устанавливать порядок договоров, веря в свободную форму. Я согласен с ними, за исключением данной ситуации. Во-первых, существует много компаний с миллионами акционеров, которые больше никому не верят. Если акционеры увидят тендер в знакомой форме, это расположит мелких акционеров доверять. Во-вторых, предложение тендера в принятой манере уменьшит попытки несведущего и коррумпированного суда оспорить его легальность. В-третьих, это снизит количество работы, которую следует сделать брокерам для предложения тендера, таким образом укрепляя рынок корпоративного контроля. Этот указанный метод будет применяться только к массово приватизированным компаниям, позволяя свободной форме и далее процветать.
- Убрать требования заверения нотариусом каждого контракта покупки-продажи акций от физических лиц, по крайней мере, в условиях тендера.
- Укоротить перечень других деталей для упрощения покупки акций у большой группы людей и т.д. Такой перечень не входит в рамки данной работы и требует консультации украинских брокеров.

- Изменить закон о хозяйственных обществах, так чтобы чётко запретить принцип “первопришедшего” при покупке эмиссий. Руководство контролирует первопришедших и использует этот принцип для продажи контроля компаний очень дешево своим друзьям.
- Необходимо повысить эффективность закона о банкротстве, возможно внесением отдельных статей касающихся компаний, приватизированных в ходе массовой приватизации. Автор был свидетелем того, как попытка вложить 25 миллионов долларов в обанкротившийся украинский сахарный завод потерпела крах, потому что с правами собственности на активы после банкротства началась неразбериха из-за ряда потенциальных «лазеек» в законодательстве. Собственная критика автора данной работы – это отсутствие достаточного внимания процедуре банкротства, хотя это очень важный компонент корпоративного управления.
- Предпринять меры по ликвидации проблемы удержания и воздержания^и на рынке корпоративного контроля. Удержание - это когда контролирующий акционер решает, что он может экспроприировать долю меньшинства акционеров, и поэтому не считает нужным выкупать их акции. Воздержание – это обратный процесс: меньшинство акционеров видит западного инвестора и решает, что продавать не надо, а можно заработать на его попытках реструктуризации. Ещё хуже, когда инвестор, владеющий меньшей долей имеет решающий либо блокирующий голос, возможность влиять на суд незаконным путём и, таким образом, мешать осуществлению реструктуризации или делать ее очень дорогой. Например, группа недовольных руководителей, имеющая небольшое количество акций, может подать жалобу в суд на то, что собрание акционеров нарушило какой-то неясный принцип, который даже не имеет законных оснований. С помощью небольшой взятки судье, они могут организовать собственное восстановление, которые позволят им ограбить компанию. Большинство инвесторов (даже украинских), рассматривающих возможность покупки и реструктуризации предприятия не начнут реализацию проекта пока существует неразрешённая проблема решающего голоса или властного меньшинства акционеров.

Один важный закон, защищающий права меньшинства акционеров от удержания в ситуации выкупа, сейчас подан на рассмотрение в парламент. Согласно нового законопроекта о хозяйственных обществах, любой, кто купил хотя бы 60% акций компании должен предложить оставшимся акционерам выкупить их акции. Это закон внесёт определённую простоту в процесс покупки компании путём подтверждения того, что приобретение контрольного пакета не достаточно для любых действий. Этот закон будет способствовать формированию эффективной формы собственности путём выравнивания прав контроля и прав на долю в прибыли, и является важным компонентом полной реформы корпоративного управления. Но, по-прежнему, есть проблемы: во-первых, легко обойти этот закон путём нелегального распределения собственности между несколькими, на вид

^и удержание – от англ. hold-in, воздержание от англ. hold-out

не имеющими отношения, лицами. Во-вторых, если не будет проведен тендер, будет трудно доказать, что было сделано предложение по выкупу. В-третьих, этот закон создаёт проблему воздержания, потому что в ситуации выкупа акционер со значительной долей будет воздерживаться, с целью определить, имеет ли он решающий голос, потому что если он его не имеет, то он всё равно автоматически останется с опционом продать свои акции.

Здесь может быть применено, например, такое решение: любой акционер, владеющий большинством акций, прошедший через процесс формального предложения выкупа другим акционерам, должен иметь особые права. Например, этот акционер может иметь возможность принимать решения, обычно зарезервированные за собранием акционеров просто в силу владения соответствующим большинством и при условии уведомления других акционеров. Это поможет смягчить: а) проблему удержания путём предоставления контролирующему акционеру стимула скупить пакет открыто, и получить особые права; б) проблему воздержания, так как воздержавшиеся тоже что-то теряют; в) помочь реструктуризации путём ускорения внедрения решений.

2. Содействовать частной реструктуризации:

- Прямо разрешить, одновременно с предложением о приобретении, делать предложение/заключить сделку с менеджментом с целью поощрения ухода. (Это также облегчает процесс покупки путём стимулирования руководства к сотрудничеству). Хотя это выглядит почти как коррупция, это будет иметь противоположный эффект: во-первых, это будет стимулировать красных директоров «уйти с миром». Во-вторых, это остановит цикл обдирания компаний, и в-третьих, это скорее стимулирует красных директоров активно искать покупателей на компанию, вместо того, чтобы грабить ее.
- Внести в закон о хозяйственных обществах требование, чтобы очередные собрания акционеров массово приватизированных компаний всегда включали в повестку дня следующие моменты: переизбрание наблюдательного совета, переизбрание ревизионной комиссии, переизбрание руководства. Сейчас, недовольный акционер должен уведомить руководство по крайней мере за 20 дней про свои намерения внести данный пункт в повестку дня, таким образом заранее сообщая о намерении поменять руководство и позволяя им предпринять шаги (законные или нет) для собственной защиты, которые, обычно, бывают успешными. Многие западные инвесторы сталкивались с данной проблемой.
- Изменить трудовой кодекс с указанием на то, что права руководства не являются такими же, как права рабочих. В настоящее время, руководство имеет как минимум такие же права, что и рабочие, включая защиту от увольнения без причины. Они часто используют это для заявления, что собрание акционеров уволило их незаконно, требуя, кроме всего прочего, «морального возмещения» и восстановления. Закон должен указывать, что руководство может быть уволено в любое время без объяснений, и их права указаны только в контракте.

3. Способствовать развитию частных компаний и рынков капитала:

- Во-первых, выделить компании, предназначенные для того, чтобы стать открытыми от остальных. Это может быть сделано путём создания новых уровней листинга: уровень для компаний, которые доказали предназначение стать открытыми, а другой - для тех, которые уже являются открытыми. Каждый уровень листинга будет иметь возрастающие строгие требования корпоративного управления. Признавая тот факт, что действующий рынок не является фондовым рынком как таковым, новые уровни листинга должны способствовать развитию фондового рынка. Новые первичные эмиссии акций могут котироваться только на самом высоком уровне листинга. НЕ страшно, если ни одна компания не соответствует сейчас этим уровням. Это может подвести существующих менеджеров и предпринимателей к пониманию того, что они могут связать себя обязательствами ради финансирования.
- Запустить пилотный проект для формирования одной или двух компаний для приватизации, где широкое акционирование может быть эффективным. Это будет действительно стоящим, но долгосрочным пилотным проектом с эффектом длительного воздействия на менталитет украинских должностных лиц и на развитие фондового рынка в Украине. Кроме того, ограниченные ресурсы (внимание суда, менеджеров, бухгалтеров) могут быть сфокусированы скорее на этих компаниях, чем распределяться среди многих других компаний, которые не имеют ни малейшего шанса быть открытыми.

Важный вопрос заключается в том, должно ли правительство проводить реструктуризацию компаний прежде чем они будут распроданы. В большинстве случаев реструктуризация компаний - это функция частного сектора. Несмотря на это, в некоторых ситуациях, для частного сектора будет слишком дорого реструктуризировать крупную компанию, которая вероятнее всего будет функционировать как открытая компания.

Однако, если бы правительство могло реструктуризировать компании для оптимальной работы, то приватизация не была бы нужна. Правда в том, что сегодняшнее слишком политизированное и коррумпированное государство не в состоянии обеспечить нормальную связь между прозрачными личностными интересами и эффективным функционированием бизнеса.

Автор недавно прочёл записку об иностранной мебельной компании, которая купила фабрику в восточной Европе и, пытаясь реструктуризировать эту фабрику, столкнулась с противостоянием со стороны милиции. В записке говорилось, что иностранная фирма вряд ли поддерживает принцип того, что реструктуризацию нужно оставлять за покупателем.¹⁹ Вот другой пример: западный фонд приобрёл контрольный пакет в гостиничном ОАО и хотел реструктуризировать управление и деятельность. Местные власти препятствовали

¹⁹ Смотрите Стиглица (1999), сноска 37. Стиглиц высказывает мнение, что необязательно компания должна быть реструктуризирована до приватизации.

реструктуризации, используя свою долю голосов, включая срыв собрания акционеров, а представитель фонда был арестован и, в конце концов, поставлен в положение покинуть страну. Представителем этого фонда был данный автор. Предположим, что эта гостиница была бы в руках государства. Какой бы бюрократ взял на себя ответственность по проведению реструктуризации надлежащим образом, даже если предположить, что он знает, как это делать? Кто бы был в этом заинтересован? **Только очень заинтересованное в получении прибыли частное предприятие может пройти все круги ада при осуществлении реструктуризации в этой среде.**

Государство должно гарантировать возможность проведения реструктуризации компаний: например, необходимые изменения в руководстве, нормах устава и корпоративных структурах могут быть достигнуты при наличии исходного устава компании и структуры собственности. К тому же, именно государство должно обеспечить законный, регулирующий и политический климат, который способствует проведению реструктуризации, развитию и росту бизнеса.

Но, несмотря на вышесказанное, сложно реструктуризировать открытую компанию без наличия следующих факторов: изначально контракты были грамотно составлены, можно рассчитывать как минимум на благосклонность руководства и соответствующие регулирующие акты существуют и действуют. Ирония состоит в том, что это также невозможно достичь до начала приватизации по причинам, указанным выше. Поэтому, стоит попытаться выбрать одну или две компании, где контрольный пакет ещё у государства, и которые могли бы стать открытыми и структурировать их для подходящего открытого предложения акций. Почему одну или две? Потому что это необходимо сделать только под контролем и надзором высших представителей власти, которые публично обязуются сделать эти компании открытыми. Если и только если высшие представители власти сделают это публично, должна быть сделана попытка превратить одну или две компании в по-настоящему открытые с использованием согласованной западной помощи.

НО ПРЕЖДЕ ВСЕГО выясните, действительно ли выбранные вами компании предназначены для того, чтобы стать открытыми, чтобы не тратить силы на отмывание золота в болоте.

Что не эффективно

- Будьте осторожны, чтобы не создать неопределённость в правах собственности. Легко применять западные принципы справедливости к украинской приватизации или формированию уже приватизированных компаний. Некоторые даже могут заявить, что их применение в Украине станет мерой, направленной против олигархов, так как обычно олигархи создавали сами себе способы присвоить как можно больше активов и как можно скорее. Поэтому, любые мероприятия, противостоящие нелегальному приобретению акций, включая национализацию, является честной игрой

против этих людей. Но следует помнить, что при коррумпированной и неразвитой судебной системе, «смеяться последними» будут олигархи. При такой системе они будут сохранять свои активы защищёнными, при этом используя суд, как средство вмешательства в права собственности, а также мешая попыткам реструктуризации тех, кто приобрёл активы трудным законным путём. К тому же запутанное законодательство, определяющее права собственности отобьет охоту у любого западного инвестора вкладывать деньги в долгосрочные проекты на Украине.

- Тоже происходит и с чрезмерной юридической ответственностью, которая налагается на членов Совета. Легко применить западные принципы: директора должны нести ответственность и должны автоматически привлекаться к суду за нарушение прав акционеров. Однако, с неподготовленной и коррумпированной судебной системой, стороны, заинтересованные в срыве планов на реструктуризацию будут использовать законы об ответственности для того, чтобы создать проблемы для членов Совета, таким образом создавая чрезмерный юридический риск для любой западной компании, пытающейся реструктуризировать украинскую компанию. В тоже самое время, законопослушным инвесторам будет сложно привлечь к суду директора, или членов Совета, представляющих мощную группу, экспроприирующую активы других акционеров. Сейчас закон гласит, что любое должностное лицо не должно приводить к потерям в компании. Если это происходит, такого человека можно привлечь к ответственности. Пока надо оставить этот вопрос в покое. У новых, действительно открытых эмитентах, вопрос ответственности наблюдателей может быть заранее определен в соответствующих уставных документах (контрактах)
- Агенты с внешними полномочиями, которые определены законом, в общей своей массе не будут работать, потому что в украинской коррумпированной среде, любой агент с внешними полномочиями вероятнее всего будет участником коррупции с теми, кто имеет особые интересы, а не останется беспристрастным. В худшем случае, такие агенты будут участниками коррупции для предотвращения реструктуризации тех компаний, которые уже находятся в руках эффективных собственников. Очевидная возможность такого исхода отвлечёт многих потенциальных инвесторов от прихода на этот рынок и желания пройти через все круги ада для осуществления реструктуризации компании. Но это не говорит о том, что частные контракты не могут определить участие агентов с внешними полномочиями.
- В общем, реструктуризация, осуществляемая государством, не будет работать, кроме как указано выше, лишь в случае крупной и потенциально открытой компании.

Заключение

Это экономика... Не только закон и порядок, не только положения уставов, и даже не только развитие рынка капитала играют роль. Это всё экономика, и капиталистическая модель основана на эффективной формы собственности. Без эффективной формы собственности, компании не будут работать с максимальным интересом их владельцев, и поэтому не даст владельцам возможности действовать как экономические единицы. Без обеспечения

эффективной формы собственности, результат приватизации будет бессмысленным. Не обращать внимания на эффективную форму собственности после массовой приватизации всё равно что выбросить механизм приземления после взлёта. Поэтому корпоративное управление сейчас должно получить по крайней мере столько же внимания от реформаторов, сколько получила приватизация.

Реформы в корпоративном управлении и правах акционеров должны иметь практический и экономический подход: отталкиваться от существующей ситуации после массовой приватизации в Украине и строить эффективную форму собственности в дисфункциональных компаниях. Это может быть сделано с помощью содействия рынку корпоративного контроля, реструктуризации и определяя предназначены ли те или иные компании стать открытыми, обеспечивая условия этим компаниям для отделения и реструктуризации.

Однако, только рынок корпоративного контроля мог бы заставить функционировать огромное количество компаний. Программа корпоративного управления не должна концентрироваться на более, чем 2-3 компаниях для того, чтобы оставить или сделать их открытыми. Необходимо установить различные уровни листинга для переключения внимания на нужное юридическое регулирование и для содействия надёжному рынку капитала для акций достойных открытых компаний. Программа корпоративного управления не должна полагаться на правительство в вопросе возврата в частный сектор, предоставляя власть агентам, не имеющим соответствующую часть в прибылях компании, или запутывающим права на собственность или, в противном случае, перегружающим судебную систему.

Ни одна компания не избежит гнева реформ, потому что программа должна в первую очередь создать все условия частным предприятиям, а не делать их работу. Консультантам совсем не обязательно пить с каждым генеральным директор для того, чтобы убедить его, что права акционеров выгодны для него (хотя они всё равно ему не выгодны). Пусть частный сектор сделает это. Но без предоставления возможности частному сектору сделать это, компании, приватизированные в ходе массовой приватизации в конце концов развалиться.

Нужно заметить, что необходим баланс между поощрением и облегчением покупки контроля и обеспечением оставшихся акционеров правами. Если одно из вышеназванного упущено из виду, это приведёт к неэффективной форме собственности.

И наконец: ничего «не идёт своим чередом» в реформе корпоративного управления. Большинство украинских компаний уже находятся в разваленном состоянии. Это не только ведёт к потере акционерного капитала, а также к потере человеческого фактора, экономическим связями, технологического потенциала и всего того нематериального, что заставляет экономику работать и делает людей обеспеченными.

Рекомендации и порядок, описанные в данном докладе ортодоксальны, но они основываются на стойких экономических принципах и предназначены для текущего состояния дел.

Я бы хотел выразить особую признательность:

Джерри Парфиту, управляющему партнёру Price Waterhouse Coopers в Украине, Хью Паттону из Financial Markets International, Хью Хаворту из USAID и Леме Сенбет из Мерилендской Бизнес-школы за ценные комментарии. Все высказывания и ошибки здесь мои.