

**ПРОГРАММА ПИФОВ ГЛАЗАМИ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ
НАБЛЮДАТЕЛЬНОГО СОВЕТА**
PIF programs from the viewpoint of the chairman of the Supervision Council

О. Якупов,
директор брокерской фирмы "Прогноз",
председатель Наблюдательного совета ПИФа "Олимп-Ф"

Прошло уже полтора года, как получила право на жизнь программа приватизационных инвестиционных фондов (ПИФ). В наше быстротечное время полтора года - это немалый срок для развития любого начинания, и тем более такого совершенно нового для Узбекистана экономического направления. За это время достаточно четко обозначились этапы в развитии как самой программы ПИФов в целом, так и конкретных ПИФов, организованных под эгидой этой программы, произошла заметная эволюция во взглядах на ПИФы и рядовых граждан государства, и руководителей предприятий, и даже целых отраслей экономики. Пришло также более осознанное понимание, в каком направлении предстоит развиваться ПИФам в ближайший период.

One and a half year past, since that time when the program of the Privatization Investment Funds (PIF) had been launched. In the modern situation, one and a half year is a large period for the development of the different innovation, moreover for such a modern for Uzbekistan model of the economic program. For this period of time, stages of the development of the program itself and concrete PIF's, that had been organized under this Program are clearly marked. Noticeable evolution take place in the citizens, managers of the enterprises and branches of the economy opinions concerning PIF's.

Что дает программа ПИФов государству и его гражданам

Приватизация, проходящая в Узбекистане, в основном коснулась граждан, занятых в материальной сфере, т. е. работников самих приватизированных предприятий. Это значит, что членам трудовых коллективов этих предприятий на льготных условиях были проданы крупные пакеты акций из долей трудового коллектива. Помимо доли трудового коллектива в каждом пакете акций приватизированных предприятий была выделена доля, предназначенная для свободной продажи физическим лицам за наличный расчет через фондовый магазин. Акции из доли фондового магазина мог приобрести любой гражданин, независимо от того, работает он на приватизированном предприятии, акции которого реализуются через фондовый магазин, или нет. Но практика показала, что в общей своей массе акции из доли, предназначенной для реализации через фондовые магазины, приобрели члены трудовых коллективов.

Таким образом, граждане, не участвующие в сфере материального производства (врачи, учителя, милиционеры, военнослужащие, государственные служащие и т. д.), не смогли "прикоснуться" к приватизации в той же мере, что и члены трудовых коллективов приватизированных предприятий. Это связано прежде всего с тем, что большинство людей не рискнули приобрести в фондовых магазинах акции неизвестных им предприятий, понимая, что вложение собственных средств в акции предприятий сопряжено с риском, который полностью ложится на плечи самого покупателя. Риск связан прежде всего с возможностью неполучения дивидендов, а то и полной потерей вложенных средств в случае, если предприятие обанкротится. Для вовлечения всех слоев населения Узбекистана в процесс приватизации, независимо от того, в производственной или непроизводственной сфере они трудятся, уже на пенсии, или еще не достигли трудоспособного возраста, а также для обеспечения максимально возможной безопасности вложения средств граждан в акции приватизированных предприятий и *предназначена программа ПИФов.*

Государство в лице Госкомимущества Республики Узбекистан из государственной доли акций выделило крупные пакеты и направило их на реализацию своим гражданам, независимо от их возраста, пола и социальной принадлежности. Но реализация акций осуществляется не непосредственно гражданам, а через специально созданные институты рынка ценных бумаг - приватизационные инвестиционные фонды. ПИФам, а фактически гражданам Узбекистана созданы очень благоприятные условия для первичного размещения их собственных средств. Это и выбор предприятий, государственные доли которых реализуются ПИФам (фактически гражданам, т. к. каждый акционер ПИФа является совладельцем ПИФа); и цены, по которым акции реализуются на специализированных аукционах (цена продажи не превышает номинальную стоимость акции); и предоставление специального долгосрочного, беспроцентного кредита; и обучение целой когорты менеджеров для работы в управляющих компаниях ПИФов и в самих ПИФах; и создание многоступенчатой системы контроля, защищающей от возможных злоупотреблений со стороны ответственных работников ПИФов и управляющих компаний. Можно констатировать, что с введением в действие программы ПИФов запущен механизм массовой приватизации, который позволит всем гражданам Узбекистана получить свою долю собственности в приватизируемой промышленности Узбекистана, причем на весьма привлекательных условиях.

Решение этой задачи, безусловно, является крупным успехом государства. Но государство, внедряя программу ПИФов, преследует при этом и вторую глобальную цель. И эта цель не менее важна, чем те, которые стоят перед массовой приватизацией. Иницилируя и всемерно поддерживая программу ПИФов, государство ожидает, что ПИФы в лице их управляющих ускорят процесс реструктуризации приватизированных предприятий, который должен охватывать все стороны деятельности предприятий и привести к значительному экономическому росту в сфере материального производства.

Управляющие компании ПИФов имеют в руках несколько реальных рычагов воздействия на предприятия, акции которых находятся в портфеле ПИФа. Это, во-первых, законодательно закрепленное право на управление предприятием в объеме принадлежащих им пакетов акций. Во-вторых, достаточно высокая степень независимости при отстаивании своих интересов в процессе управления предприятием, которая обеспечена тем, что за плечами управляющих ПИФов - интересы многих тысяч граждан, их акционеров. Отмеченное обстоятельство имеет существенную роль в современных условиях, когда еще не до конца изжиты старые командно-административные методы управления. И, в-третьих, ряды управляющих ПИФов пополняются наиболее современными, с активной жизненной позицией, специалистами, для подготовки которых и повышения их квалификации государство выделяет значительные средства.

Современное состояние и этапы реализации программы ПИФов

Датой рождения программы ПИФов в Узбекистане можно считать 18 июня 1996 года, когда было принято постановление Кабинета Министров №220 "О мерах по организации деятельности инвестиционных фондов". Естественно, что этой дате предшествовал достаточно длительный "инкубационный" период, когда "отцы" программы готовили ее к рождению. С момента выхода постановления началась интенсивная работа по организации ПИФов и управляющих компаний, а также инфраструктуры, обеспечивающей функционирование ПИФов и контроль за их деятельностью. Уже полтора года как программа ПИФов работает. На наш взгляд, можно выделить четыре этапа ее развития.

Первый этап - ознаменовался созданием самых первых ПИФов и управляющих компаний и началом успешного размещения ими собственных акций второй эмиссии. Этот этап продлился до конца декабря 1996 года и завершился первым специализированным аукционом, на который были допущены ПИФы, сумевшие реализовать собственные акции на сумму, превышающую размер первоначального уставного фонда. Главная проблема, заключающаяся в естественных для любого нового дела сомнениях, в том числе и в жизнеспособности программы ПИФов, была преодолена в конце декабря 1996 года, что четко обозначило завершение первого этапа и начало второго. Первый аукцион, позволивший начать заполнение портфелей ПИФов акциями приватизированных предприятий, показал, что проект, в целом, реальный, и программа ПИФов будет жить, а вот насколько успешно и с какой пользой для государства и его граждан будет действовать программа ПИФов - это уже зависит не от концепции в целом, а от заложенных внутри этой концепции механизмов жизнеобеспечения программы.

Второй этап характеризуется прежде всего тем, что программа ПИФов заработала в полном объеме. Регистрировались новые ПИФы, а ранее созданные размещали свои акции среди населения. На вырученные деньги приобретали на специализированных аукционах акции приватизированных предприятий, т. е. формировали свои портфели. Получали специальные кредиты, приобретали права собственности на акции. Менеджеры управляющих компаний делали первые пробы в корпоративном управлении. Все это были первые шаги, а они, как известно, всегда самые трудные. Но энтузиазм был велик. Так же велика была неопытность, и, как следствие, допущенные ошибки.

Первая из них, которую допустило большинство управляющих компаний ПИФов - *несвоевременное включение в реестры акционеров АО, ценные бумаги которых приобретались на специализированных аукционах*. Реестры акционеров, как и ПИФы, - совершенно новые понятия для формирующейся рыночной экономики Узбекистана. Закон об акционерных обществах, тем не менее, строго регламентирует, что лишь только те акционеры, которые были включены в реестр на момент его закрытия перед общим собранием акционеров, имеют право на получение дивидендов.

Второй этап развития программы ПИФов совпал с периодом проведения в акционерных обществах годовых общих собраний по итогам 1996 года. Управляющим компаниям ПИФов не хватило оперативности в вопросах оформления прав собственности на приобретенные акции и последующего обязательного включения в реестры акционеров. В результате ПИФы, не успевшие включиться в реестры перед их закрытием, лишились годовых дивидендов за 1996 год. В принципе это не смертельно, т. к. все еще впереди, но обидно, ведь можно было получить хорошие годовые дивиденды, парабатывать которые приватизированные предприятия начали еще до рождения программы ПИФов. В настоящее время управляющие компании ПИФов очень хорошо понимают, как много значит своевременное включение в реестры акционеров.

На втором этапе развития программы ПИФов было немало трудностей для всех участников программы прежде всего в корпоративном управлении и в стратегии формирования портфелей ценных бумаг. Строго следуя установке не только диверсифицировать портфель с целью снижения случайных рисков от инвестирования денежных средств своих акционеров, но и обеспечить себе возможность корпоративного управления предприятиями в объеме приобре-

тенной доли акций, управляющие компании ПИФов начали покупать наряду с высоколиквидными акциями и низколиквидные, к которым отсутствовал общий интерес. Основной мотив приобретения крупных пакетов низколиквидных акций - добиться заметного положения в управлении предприятием и, применяя современные методы управления и реструктуризации, в течение определенного времени обеспечить рост прибыльности предприятия, и через это увеличить дивиденды и курсовую стоимость акций. Предприятия для стратегического инвестирования управляющими компаниями отбирались в соответствии с инвестиционными декларациями ПИФов. Возможность приобретать крупные, но неликвидные пакеты акций имели только крупные ПИФы. Поэтому мелкие ПИФы, не имея такой финансовой возможности, приобретали "прицельно" небольшие пакеты самых ликвидных акций.

Таким образом, удельный вес дивидендов, полученных по итогам 1996 года на один сум активов крупными и мелкими ПИФаами, во многих случаях оказался различным. Возникла необходимость пересмотра управляющими компаниями своих инвестиционных стратегий. В основе этого - ответственность ПИФов перед своими акционерами за доверенные им денежные средства, поскольку акционеры ждут дивидендов уже сегодня, пусть небольших, но и не уступающих дивидендам от банковских вкладов.

Первый опыт корпоративного управления управляющими компаниями ПИФов был настолько заметен, что многим стало ясно, что ПИФы имеют реальные рычаги для управления предприятием. Молодость и задор, с которым были сделаны первые шаги в корпоративном управлении, вызвал естественное противодействие им. Очевидно, что впереди у ПИФов и опыт корпоративного управления, который они приобретут, и выработка решений, адекватных условиям и поставленным целям.

Накопленный в реализации программы опыт на фоне бурного количественного роста ПИФов и управляющих компаний потребовал паузы для его переосмысления. И это, по-нашему мнению, привело к тому, что проведение специализированных аукционов прервалось. Последний из непрерывной череды аукционов, начавшихся в декабре 1996 года, был проведен в начале августа 1997 года и ознаменовал завершение второго этапа развития программы ПИФов, который можно было бы назвать "романтическим" этапом бурного роста.

Третий этап, который мы называем этапом осмысления пройденного в течение года пути, начался в начале августа и завершился в ноябре, когда проведение специализированных аукционов было продолжено. Наиболее характерным для этого этапа было то, что управляющие компании и ПИФы, как разместившие свои вторые эмиссии, так и находящиеся на стадии их размещения, а также вновь создаваемые ПИФы и управляющие компании получили передышку для приведения в порядок своих дел, а также для переосмысления своей роли в программе ПИФов, своих стратегических и тактических задач. Однако, наряду с положительной ролью третьего этапа, которая прежде всего связана с тем, что участники программы ПИФов получили время для более углубленного анализа положения дел, приостановка в проведении специализированных аукционов имела и негативные последствия. В наибольшей степени эти последствия ощущают ПИФы в период размещения второй эмиссии акций. ПИФы лишились возможности участвовать в шести аукционах, а ведь только в период размещения своей эмиссии ПИФ имеет дополнительные льготы на специализированных аукционах по продаже акций приватизированных предприятий.

Четвертый этап в развитии программы ПИФов начался в ноябре 1997 года, и его начало знаменуется первым специализированным аукционом после трехмесячного перерыва. Четвертый этап продолжается до настоящего времени, и самое характерное для него то, что многие управляющие компании ПИФов действовали по пересмотренной инвестиционной стратегии. Основная задача трейдеров управляющих компаний на специализированных аукционах - приобретение наиболее ликвидных акций. Это означает, что управляющие компании перенесли основной акцент в инвестиционной политике на осуществление портфельных инвестиций. Задачи стратегического инвестирования не сняты с повестки дня, хотя и отошли на второй план. Впереди общие собрания акционеров по итогам 1997 года, и одна из важнейших задач заключается в оперативном включении в реестр акционеров. Понятно, почему именно на этих двух вопросах - осуществлении портфельных инвестиций и на скорейшем включении в реестры акционеров - сконцентрировали свое внимание управляющие компании. Ведь именно эти действия обеспечат приток дивидендов за 1997 год и кратчайшим путем приведут к реальному увеличению чистых активов ПИФов.

Задачи стратегического инвестирования временно отошли на второй план. Нам представляется, что для их осуществления ПИФы должны использовать часть дивидендов, оставленную по решению общих собраний акционеров для реинвестирования в соответствии с закрепленной в уставе и проспекте эмиссии инвестиционной декларации. Организация специализированных вторичных аукционов для ПИФов была бы залогом более успешного проведения стратегического реинвестирования. Возможный механизм осуществления вторичных специализированных аукционов и прогноз развития программы ПИФов на ближайший год и на период до 2005 года, когда завершатся сроки возврата специальных кредитов, мы рассмотрим в последующих публикациях.