

INTOSAI



## *Руководства по Лучшей практике аудита приватизации*

КОМИТЕТ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ СТАНДАРТОВ (PSC) ИНТОСАИ

СЕКРЕТАРИАТ КОМИТЕТА ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ СТАНДАРТОВ

RIGSREVISIONEN • STORE KONGENSGADE 45 • P.O. BOX 9009 • 1022 COPENHAGEN K • DENMARK

Тел.: +45 3392 8400 • Факс: +45 331 1 0415 • E-MAIL: [INFO@RIGSREVISIONEN.DK](mailto:INFO@RIGSREVISIONEN.DK)

ИНТОСАИ



Генеральный секретариат ИНТОСАИ – RECHNUNGSHOF  
(Счетная палата Австрийской Республики)  
DAMPFSCHIFFSTRASSE 2  
A-1033 VIENNA  
AUSTRIA

Тел.: ++43 (1) 711 71 • Факс: ++43 (1) 718 09 69

E-MAIL: [intosai@rechnungshof.gv.at](mailto:intosai@rechnungshof.gv.at);  
WORLD WIDE WEB: <http://www.intosai.org>

1. **Содержание**

<b>Введение .....</b>	<b>5</b>
<b>Раздел 1: Уровень ВОА .....</b>	<b>10</b>
Требования к ВОА.....	10
Как приобрести навыки.....	12
<b>Раздел 2: Общие положения.....</b>	<b>14</b>
Привлечение ВОА к приватизации .....	14
Доступ участников торгов к аудиторским документам ВОА.....	16
Планирование аудита приватизация.....	18
Реструктуризация предприятия в преддверии продажи .....	21
Цели продажи.....	24
График продажи.....	26
Предпродажная оценка бизнеса .....	28
Методы продажи .....	30
Честность продавца при совершении продажи .....	32
Остаточные обязательства руководства .....	35
<b>Раздел 3: Отраслевые продажи .....</b>	<b>37</b>
Консультация привлеченных экспертов по требованию продавца .....	37
Руководство предприятия .....	39
Маркетинг предприятия.....	40
Информация для потенциальных участников торгов.....	42
Оценка предложения .....	43
Сокращение списка участников торгов .....	45
Привилегированный участник торгов .....	47
Окончательные переговоры.....	48
<b>Раздел 4: Приобретение предприятий руководством .....</b>	<b>49</b>
Обеспечение справедливой конкуренции .....	49
Поощрительные выплаты.....	51

Обеспечение максимально возможной цены .....	53
<b>Раздел 5: Массовая приватизация .....</b>	<b>55</b>
Обучение публичных инвесторов .....	55
Посредники.....	57
Процесс продажи .....	58
<b>Раздел 6: Аукционы .....</b>	<b>60</b>
Тендеры .....	60
Процесс продажи .....	62
<b>Раздел 7: Эмиссия.....</b>	<b>64</b>
Роль продавца .....	64
Управление эмиссией со стороны продавца .....	66
Гарантированное размещение .....	68
Поощрительные выплаты руководству и сотрудникам .....	69
Привлечение потенциальных инвесторов .....	71
Розничный рынок .....	73
Формирование цены акций.....	75
Размещение акций.....	76
Стабилизация рынка.....	78
<b>Раздел 8: Расходы по продаже .....</b>	<b>79</b>
Назначение внешних подрядчиков.....	80
Определение и контроль бюджетов для внешних подрядчиков .....	82
Методологии количественного определения общих расходов .....	84
<b>Глоссарий.....</b>	<b>86</b>

## **Введение**

1. Приватизация государственных предприятий стала одним из наиболее примечательных экономических событий как минимум последней декады. Будучи принятой в различных формах большинством стран мира, приватизация рассматривалась как олицетворение радикальной переоценки роли государства в обществе, приводящей к прекращению прямого участия правительства во многих областях экономической деятельности; эта роль стала более обособленной и зачастую сопровождалась экономическим регулированием. Данный процесс распространился на такие области, которые раньше считались сугубо государственными, например, оказание широкого спектра услуг, финансируемых за счет государства: в настоящее время правительства все в большей степени считают себя приобретателями или организаторами, а не поставщиками таких услуг.

2. Участники Международной организации высших органов аудита (ИНТОСАИ) в самом начале данного процесса признали, что столь положительные изменения роли государства оказывают значительное влияние на работу ВОА, которые в рамках зачастую беспорядочных изменений должны быть способны понимать такие сложные трансакции и проводить их независимую оценку в общественных интересах.

3. С учетом значительного интереса и работы во многих своих регионах по поставленным вопросам ИНТОСАИ решила в 1993 году создать Рабочую группу по аудиту приватизации со следующими целями:

- выявить и изучить проблемы, с которыми сталкиваются ВОА в рамках аудита приватизации
- обмениваться информацией в рамках опыта между участниками Рабочей группы при решении этих проблем с учетом соответствующей работы в регионах ИНТОСАИ и
- обеспечивать предоставление информации по данному вопросу участникам ИНТОСАИ.

4. В настоящее время Группа насчитывает 23 участника, являясь самой крупной среди Комитетов и Рабочих групп ИНТОСАИ, что отражает широкие интересы в данной области. По состоянию на июнь 1998 г. участниками являлись:

Албания	Индия
Аргентина	Израиль
Австралия	Литва
Австрия	Новая Зеландия
Багамские о-ва	Перу
Беларусь	Польша
Эквадор	Россия
Египет	Саудовская
	Аравия
Сальвадор	Турция
Эстония	Великобритания
	Председатель
Германия	Йемен
Венгрия	

5. В 1994 году Рабочая группа пригласила 165 участников ИНТОСАИ к участию в исследовании приватизации и ее аудита в их странах; 117 ВОА ответили, предоставив наиболее обширные и исчерпывающие исследования такого рода, которые до того момента были проведены. Результаты этого исследования и документы участников Группы по нескольким крупным вопросам аудита были представлены на Симпозиуме по аудиту приватизации, проводимом Центральной бухгалтерской организацией Египта в Каире в октябре 1995 года после XV Конгресса ИНТОСАИ.

6. На Симпозиуме было отмечено, что одной из основных задач, с которой Группа сталкивалась в течение двух лет после XV Конгресса ИНТОСАИ, является подготовка руководства по передовым практикам

аудита приватизации. Рабочая группа выполнила эту задачу, опираясь на собственный опыт, а также на обширный и ценный опыт и советы, предоставленные другими участниками и региональными встречами ИНТОСАИ.

7. Рабочая группа выявила восемь областей особой важности для участников ИНТОСАИ в отношении передачи центральным или местным правительством предприятий и их активов из государственной в частную собственность, что способствовало разработке 40 рекомендаций по аудиту. Они рассмотрены ниже в восьми разделах, соответствующих восьми рассматриваемым областям. А именно:

**Раздел 1:** Уровень, требуемый от ВОА для осуществления аудита приватизации.

**Раздел 2:** Десять рекомендаций, общих по характеру, посвященных важным вопросам, которые с большой долей вероятности возникнут при использовании любого метода приватизации, например, точка, в которой ВОА должен вступить в участие в приватизации, понимание целей приватизации продавца и вопросов, связанных с оценкой бизнеса.

**Разделы в 3 по 7:** Эти пять Разделов состоят из 25 рекомендаций, связанных с конкретными вопросами, с которыми ВОА с большой долей вероятности столкнутся в зависимости от метода продаж, используемого продавцом, сгруппированные в зависимости от пяти различных основных методов, а именно:

Продажи сбытовым компаниям

Закупки руководством и служащими

Массовая приватизация

Аукционы

Размещение займов

**Раздел 8:** Последний раздел состоит из трех рекомендаций, относящихся к финансовому аудиту расходов, которые несет продавец.

8. Ни один из вопросов, рассмотренных в данных рекомендациях, не является прямолинейным; все они требуют, чтобы ВОА был хорошо проинформирован и принимал обдуманное решение о том, насколько хорошо продавец управляет продажами, сталкивается с неопределенностью и вообще достигает целей. Так что каждая рекомендация была составлено таким образом, чтобы соответствовать формату, который бы подчеркивал обоснование и опыт, послужившие ей базой. В этой связи каждая рекомендация разделяется на четыре части:

- вопрос (т.е., тот вопрос, который должен рассмотреть ВОА)
- почему этот вопрос важен (т.е., риски продавца–и ВОА –если данный вопрос не будет рассмотрен)
- сама рекомендация и
- обоснование рекомендации (пояснительная записка, при необходимости более подробно рассматривающая приведенные выше пункты).

9. Хотя эти вопросы являются сложными, Рабочая группа считает, что они могут быть обобщены в три основных вопроса, которые ВОА должен задать при принятии решения о том, производить ли проверку и докладывать ли в отношении конкретной приватизации по следующим вопросам:

- была ли приватизация проведена в соответствии с законом?
- было ли предприятие и его активы должным образом оценены продавцом?
- было ли более одного предложения?

10. Если ответ на какой-либо один из этих вопросов "нет", возможно, что ВОА должен будет сообщить о продаже. Если ответ на два из этих вопросов "нет", весьма вероятно, что ВОА должен будет сообщить о продаже. Если ответ на все три эти вопроса "нет", ВОА почти наверняка должен будет сообщить об этом.

11. Рабочая группа попросила предоставить комментарии относительно проекта рекомендаций всех участников ИНТОСАИ. Ответы



предоставили около 40 участников, и все они одобрительно высказались о рекомендациях, а также сделали некоторые предложения по определенным аспектам. Рабочая группа весьма благодарна за эти предложения, которые были учтены при окончательной доработке рекомендаций.

12. Передавая рекомендации в ИНТОСАИ, Рабочая группа, конечно, осознавала, что ВОА работают в быстро меняющейся среде, как в странах, в которых была административно-командная экономика, так и в странах со смешанной экономикой, а также в разных регионах. Выяснилось, что некоторые в связи с определенными деталями предложений должны быть подвергнуты дальнейшему развитию и уточнению в свете имеющегося опыта. Это подчеркивает суть данных рекомендаций. Они не представляют собой законы или процедуры, вытесанные из камня, которые каждый ВОА должен применять целиком при проверке каждой продажи. Они представляют собой контрольный список, часть процесса поддержания и формулирования профессионального подхода в сложной области аудита. Мы считаем, что они представляют собой основу для необходимого обучения нашего персонала.

13. Несмотря на свою важность, передача объектов в форме продажи в частный сектор – что находятся в центре внимания данных рекомендаций – является лишь одним из аспектов приватизации, которая по-прежнему происходит в различных формах, включая контракты, аутсорсинг и конкурентные торги между государственными и частными поставщиками. Кроме того, крупные государственные службы все в большей степени получают смешанное государственное и частное финансирование, которое зачастую подразумевает длительные договорные отношения. Многие вопросы аудита, поднятые в данных рекомендациях, имеют значение для данных договоренностей, которые, однако, в свою очередь вызывают новые вопросы. В комментариях к проекту рекомендаций ВОА также выразили заинтересованность в том, чтобы извлекать уроки и делиться опытом как по вопросам проведения аудита в этих развивающихся областях приватизации,

так и по тесно связанному с приватизацией вопросу роли государства в экономическом регулировании. Рабочая группа посвятит дальнейшее исследование данным существенным аспектам.

## **Раздел 1: Уровень ВОА**

### **Рекомендация 1**

#### ***Требования к ВОА***

##### **Вопрос**

Какими навыками должен обладать ВОА для осуществления аудита приватизации?

##### **Почему это важно**

Во всем мире государственные предприятия продаются в частный сектор в целях развития рыночной экономики и улучшения эффективности бизнеса. Во многих странах такие продажи происходят одновременно с тем, что сама экономика претерпевает радикальные и быстрые изменения. Применяются различные методы продаж, которые часто комбинируются, и процессы зачастую являются сложными и вызывают трудноразрешимые юридические, финансовые и бухгалтерские вопросы. Парламенты и общественность ждут от ВОА подтверждения того, что продажи совершались эффективно и должным образом, в частности, в отношении получения вознаграждения за бизнес и его активы. Они хотят знать, каковы выводы в отношении будущих продаж. Если у ВОА нет доступа к необходимым специальным навыкам, вряд ли он сможет удостовериться в том, что они были совершены как положено, и выявить, что было сделано не так.

##### **Рекомендация**

ВОА должен выявить, каковы задачи аудита в отношении приватизации и принять решение относительно их выполнения. Специальные навыки, необходимые для проведения аудита, скорее всего,

будут выходить за пределы традиционных навыков проведения аудита. ВОА должен определить такие специальные навыки.

#### Обоснование данной рекомендации

Почти во всех странах ответственность за аудит государственных агентств, отвечающих за приватизацию, возлагается на ВОА. И в большинстве этих стран ВОА имеет полный или ограниченный доступ к счетам предприятий до продажи. В большинстве этих случаев ВОА отвечает за аудит счетов предприятия, находящегося в собственности государства. Тогда как ВОА несет такую ответственность, он должен учитывать тот факт, что финансовый аудит счетов до продажи несет в себе больший уровень аудиторского риска, чем может быть в ситуации, где нет смены собственника. Это связано с тем, что стороны купли – продажи будут полагаться на финансовую информацию о бизнесе, который был проверен ВОА. Аудит будет более требовательным при наличии значительной реструктуризации бизнеса до продажи, и если методы бухгалтерского учета изменились таким образом, чтобы подготовить бизнес для перевода в частный сектор. По этим причинам ВОА должен обеспечить как соответствующие навыки коммерческого учета, так и необходимый уровень знаний отрасли и рынка, в которых бизнес существует.

Тогда как ВОА также проводит показатели самого процесса продажи, навыки, требуемые от ВОА, могут быть разделены на две группы. Во-первых, существуют общие показатели навыков финансового аудита, которые необходимы для эффективного выполнения какого-либо сложного или сопряженного с высоким риском аудиторского задания. Сюда входит знание политической ситуации и государственного аппарата. Особым фактором в странах, претерпевающих экономическую трансформацию, является то, что законодательство относительно государственной и частной собственности, скорее всего, будет меняться и развиваться в период проведения приватизации, тогда как в процессе продажи будут оставаться многочисленные неясные моменты, например, относительно собственности

на предприятие и остаточных обязательств государства. Поэтому ВОА должен иметь возможность получения качественной юридической и коммерческой консультации. Аудит приватизации и призывает к справедливости ввиду сложности такого диапазона данных, и ВОА, как правило, должен назначить для выполнения этой работы своего самого способного аудитора, имеющего опыт в области проведения сложных оценок на основании неполных/неопределенных данных, а также имеющего навык проведения анализа и ведения переговоров.

Во-вторых, ВОА должен иметь доступ к специальным навыкам, связанным с приватизируемым бизнесом и рынком. Кроме знания контрактной деятельности и юридических навыков, они включают в себя знание инвестиционно - банковской деятельности, связанной, в частности, с оценкой, процессом продажи и информацией, требуемой финансистами, а также финансовыми, аналитическими и экономическими навыками, охватывающими такие вопросы, как коэффициенты дисконтирования, и способность понимать основу предложений в отношении бизнеса, предлагаемого к продаже.

## **Рекомендация 2**

### ***Как приобрести навыки***

#### ***• Вопрос***

Как ВОА должен экономичным образом приобрести спектр навыков, необходимых для аудита приватизации?

Почему это важно

Виды приватизации могут различаться по сложности, масштабам и объему. ВОА должен быть способен провести авторитетную оценку. Но для ВОА будет очень дорого нанять и содержать в штате всех необходимых специалистов, которые дадут возможность исследовать все аспекты всех продаж.

Рекомендация

ВОА должен выявить свои потребности в основных штатных специалистах, которые дадут ему возможность провести компетентное исследование приватизации с учетом ожидаемого характера и временных рамок проведения правительственной программы приватизации, и обеспечивать наличие таких специалистов, при необходимости прибегая к услугам внештатных экспертов.

#### Обоснование данной рекомендации

В случае крупной или сложной приватизации маловероятно, что ВОА будет иметь все необходимые навыки и знания для адекватного выполнения своих обязанностей. В таких ситуациях должны быть привлечены специалисты с определенными навыками, иначе ВОА не сможет провести аудит, и аудиторские заключения могут быть сомнительными. Поэтому отсутствие адекватного экспертного опыта может серьезно сказаться на доверии общественности к ВОА. Опыт подсказывает, что для более оперативного проведения аудиторского исследования может быть дешевле воспользоваться платными услугами внешних консультантов в каждом конкретном случае, чем пытаться выполнять всю работу с помощью штатных сотрудников. Однако это при условии, что области, требующие специальных консультаций, четко определены ВОА и проведен четкий отбор консультантов, имеющих необходимые навыки, с тем, чтобы убедиться, что, например, они не связаны ни с приватизированным бизнесом, ни с участниками торгов. Консультантам потребуется тщательное руководство, и они должны уважительно относиться к предприятию, в котором проводится аудит, а также к ВОА.

Также для ВОА имеет смысл нанять таких экспертов на более долгосрочной основе, в частности, например, если государство вступает в крупную программу приватизации, и ВОА должен выработать определенный комплекс собственных основных навыков в ответ. В таких случаях новый персонал ВОА с новыми требуемыми навыками может помочь в повышении квалификации и обучении имеющегося персонала ВОА с правильным

подходом, который может осуществлять высокоэффективный аудит в таких сложных новых областях. В рамках такого процесса обучения ВОА также выявили полезность обмена опытом и информацией друг с другом по проведенным аудиторским проверкам, а также командировок по обмену опытом. Также для ВОА может быть, полезно командировать определенных работников во внешние специализированные фирмы для получения необходимого опыта, а также для участия в семинарах, симпозиумах и конференциях по вопросам приватизации.

Как только персонал ВОА получит необходимый опыт в этой сфере, он вполне сможет справиться с функциями аудита в условиях других изменений формы участия государства в экономике: регулирование приватизированных предприятий, передача государственных функций по контракту в частный сектор, другие партнерства государственного и частного секторов. Таким образом, ВОА может создавать и сохранять группы, специализирующиеся по таким аудиторским проверкам. Но всегда велика вероятность эффективности использования, в дополнение к собственным навыкам ВОА, услуг внешних консультантов, специализирующихся в определенных областях, в которых необходимо наличие более высокой степени передового опыта.

## **Раздел 2: Общие положения**

- Рекомендация 3

### ***Привлечение ВОА к приватизации***

- ***Вопрос***

Когда ВОА должен участвовать в приватизации?

### **Почему это важно**

Во многих странах ВОА выполняют функции финансового аудита предприятия, находящегося в собственности государства. От ВОА также может потребоваться предоставить продавцу определенные разрешительные документы до начала продажи или проконсультировать продавца в

отношении финансового состояния бизнеса и выдать сертификаты или заявления о финансовом состоянии предприятия, которые могут быть процитированы в документации по продаже. Независимо от того, является ли он финансовым аудитором бизнеса до продажи, для ВОА есть отличный повод изучить продажу, и такое изучение вполне может находиться в рамках мандата ВОА, так как предмет продажи является государственным активом, а общественности нужна независимая гарантия в том, что процесс был проведен должным образом, и что налогоплательщик получил желаемый результат. Также и продавцу, и покупателю будет ясно, что ВОА может провести оценку результатов продажи и что он будет отвечать за свою часть этой оценки. Все эти аспекты сыграют свою роль на тот момент, когда ВОА должен быть привлечен к процессу.

**ВОА должен быть привлечен к процессу приватизации, как только это будет возможно согласно Конституции, сохраняя при этом свою независимость.**

#### **Обоснование данной рекомендации**

ВОА должен быть привлечен как можно раньше, чтобы изучить основные аспекты данной сделки, некоторые из которых могут подвергнуть ВОА риску. Это особенно важно, когда стороны купли-продажи будут полагаться на финансовую информацию о предприятии, аудит которого осуществляет ВОА. Для ВОА, конечно, тоже важно установить тесные связи с продавцом до продажи, если ВОА играет роль в принятии решения относительно продажи.

ВОА является аудитором правительства. Однако приватизация может также проводиться региональной или местной администрацией. Приватизация может находиться также в пределах полномочий ВОА, а если нет, ВОА может обратиться за расширением своих полномочий, если, например, без такого расширения данные продажи не могут быть предметом независимой проверки. В любом случае, ВОА должен выяснить, кто за что отвечал при совершении купли-продажи.

Если ВОА не является финансовым аудитором предприятия, но намеревается осуществлять аудит эффективности процесса продажи, он должен установить тесные связи с продавцом с целью начать аудит как можно скорее после совершения купли-продажи, так как опыт показывает, что лица, участвующие в купле-продаже, включая основные стороны переговоров, приступят к другой работе сразу после совершения продажи.

Если ВОА может изучить продажу до ее совершения, это даст ему возможность сыграть корректирующую роль в совершении сделки. Необходимо будет определить ключевые аспекты, которые должен охватить такой предпродажный аудит. Они могут включать в себя выявление четкого разделения обязанностей между продавцом и руководством продаваемого предприятия, оценку рисков и возможностей предприятия, а также влияния на его вероятную стоимость, информацию, предлагаемую участникам торгов, и условия договора купли-продажи. Независимо от формального участия ВОА в процессах, предшествующих продаже, важно будет обеспечить, чтобы любое такое предварительное участие не исключало его ответственности за независимое мнение о сделках. Его независимость может быть поставлена под сомнение, например, если при одобрении каких-либо договоренностей о продаже ВОА не озадачился объяснением того, что такое одобрение было сделано без ущерба для его последующей оценки результатов сделки.

- Рекомендация 4

#### ***Доступ участников торгов к аудиторским документам ВОА***

- ***Вопрос***

Если ВОА осуществляет аудит предприятия перед продажей, как должен ВОА реагировать на запрос потенциального участника торгов в отношении доступа к рабочим документам ВОА по аудиту?

#### **Почему это важно**

Доступ к рабочим документам ВОА по аудиту, если ВОА осуществляет аудит продаваемого государственного предприятия, подвергает ВОА риску



гражданских исков и репутационным рискам, если покупатель впоследствии обратится в суд против ВОА в связи с выявленными ошибками в текущем или предшествующем аудите.

### **Рекомендация**

**Если ВОА осуществляет аудит предприятия до продажи, ВОА должен рассмотреть возможность разработки четких рекомендаций в отношении права участников торгов на получение доступа к рабочим документам ВОА по аудиту.**

### **Обоснование данной рекомендации**

Потенциальные участники торгов часто обращаются с запросом о получении доступа—либо непосредственно через финансового аудитора, либо через продавца к рабочим документам по аудиту в рамках предварительного юридического аудита. Это необходимо

- для подтверждения качества осуществленного аудита
- для получения независимого мнения о качестве имеющейся системы финансовой отчетности государственного предприятия и
- для подтверждения основополагающих предпосылки значений в последней прошедшей аудит финансовой отчетности.

Большинство вопросов зачастую имеет смысл адресовать непосредственно руководству предприятия. На другие может ответить только аудитор.

В некоторых странах ВОА по закону не имеют права отказать в таком доступе к своим документам. В других странах они могут иметь такое право. При отказе участники торгов очевидно должны полагаться на другие источники информации, такие как документация по купле - продаже и собственные исследования. Однако, в соответствии с законом и с учетом профессиональной практики в данной стране, при разработке своей политики предоставления доступа к рабочим документам ВОА должен также помнить об интересах продавца относительно достижения удовлетворительного результата продажи, поэтому он может принять решение о содействии в

реализации запроса. Соответствующим образом, на вопросы, которые участники торгов имеют право или возможность задавать, должны быть даны полные и прямые ответы, но таким образом, чтобы это сводило к минимуму и, если возможно, исключало риск судебных исков и репутационный риск для ВОА.

ВОА может счесть целесообразной разработку рекомендации, которая будет применяться ко всем ситуациям юридической экспертизы с участием потенциальных покупателей. Среди пунктов, которые могут быть включены в подобную рекомендацию, следующие:

- аудиторы ВОА должны незамедлительно информировать ВОА, когда к ним обращается потенциальный покупатель, проводящий юридическую экспертизу
- должно быть получено явное разрешение предприятия, прежде чем будут начаты какие-либо дискуссии с потенциальными покупателями
- представители ВОА и предприятия всегда должны присутствовать на любых дискуссиях с потенциальными покупателями, проводящими юридическую экспертизу
- необходимо получить через предприятие список вопросов у потенциального покупателя до каких-либо встреч с потенциальным покупателем, и
- на встрече с потенциальным покупателем любые вопросы, связанные с ответственностью руководства предприятия, должны быть адресованы представителю предприятия в соответствии с тем, как аудитор понимает ситуацию.

- **Рекомендация 5**

***Планирование аудита приватизация***

**Вопрос**

Какие факторы должен учитывать ВОА при планировании аудита приватизации?

## **Почему это важно**

Планирование аудита является важным аспектом аудиторской дисциплины. Правильное и тщательное планирование особенно важно для аудита приватизации. Сюда входит определение целей продажи, в том числе любых незаявленных целей, ключевых участников продажи, рисков и возможностей продажи, а также проверка того, были ли должным образом соблюдены обязательства по информированию Парламента. ВОА должен постараться сделать выводы, которые могут быть важны для последующих продаж. Если же ВОА участвует в процессах, предшествующих совершению продажи, он должен постараться предупредить продавца о рисках для надлежащего совершения сделки, так чтобы продавец смог бы совершить корректирующие действия. В странах, которые не проводят приватизацию через центральное агентство, коллектив продавца зачастую распределяется на другую работу вскоре после приватизации. Так что ВОА, в принципе, должен планировать начать аудит вскоре после продажи, чтобы обеспечить адекватный доступ к аудиторским доказательствам, находящимся у продавцов и их консультантов, а также к мнениям ключевых третьих лиц, заинтересованных в продаже.

### **Рекомендация**

При планировании аудита приватизации ВОА должен планировать охват всех основных аспектов продажи, связанных с обоснованностью и соотношением цены и качества, идентифицировать основных участников продажи и получить от них доказательства, а также должен быть готовым извлечь уроки из продажи, включая последующие процедуры и результаты продажи, а также степень достижения поставленных при продаже задач.

### **Обоснование данной рекомендации**

Без должного планирования ВОА рискует провести аудит в ложном направлении и с недостатком ширины и глубины доказательств, необходимых для составления достоверного отчета. ВОА должен собрать информацию о деятельности, финансовом положении и активах предприятия

и выяснить, какая еще информация требуется и по какой цене, чтобы иметь возможность провести аудит процесса приватизации. ВОА потребуется как можно скорее получить доступ к продавцу, так как коллектив продавца может быть распределен на другую работу, особенно если продажа является уникальным событием для соответствующего продавца, а не проводится в рамках серии продаж, осуществляемых, например, центральным агентством по приватизации. Без такого доступа ВОА не будет иметь возможность изучить такие вопросы, как цели приватизации, ключевые критерии успеха и мнение продавца относительно уроков на будущее. Такая информация является существенной для определения подхода к аудиту, методологии, использования ресурсов и сроков отчетности.

Также будет важно, независимо от того, имеет ли ВОА официальные права доступа к таким органам, запланировать запрос мнения других участников купли-продажи. Обычно в приватизации участвует широкий спектр третьих лиц, кроме продавца. Среди них могут быть представители высшего руководства приватизируемого предприятия, участники торгов, институциональные инвесторы, консультанты, представители персонала, производственные и научные эксперты, а также группы потребителей. ВОА должен быстро определить, кто является этими сторонами, спланировать эффективные способы определения их роли в продаже и получить от них доказательства продажи. Методы определения таких мнений обычно включают в себя интервью, структурированные анкеты и оценочные исследования. Иногда, например, при крупных продажах акций, ВОА может потребоваться выявить доказательства в глобальном масштабе.

При наличии расхождений между производимой продажей и составленным ВОА отчетом ВОА должен быть осведомлен о событиях после продажи, которые могут пролить свет на то, до какой степени были достигнуты цели продавца в отношении продажи, например, выполнил ли покупатель условия любого договора, которые допускают отсрочку оплаты или части оплаты стоимости предприятия на определенный период, каковы

были изменения цены акций после размещения, и выполнил ли покупатель любые обязательства, взятые в отношении трудоустройства или инвестиционных уровней на предприятии.

- Рекомендация 6

### ***Реструктуризация предприятия в преддверии продажи***

#### **Вопрос**

Что должен проверить ВОА в отношении реструктуризации предприятия в преддверии продажи?

#### **Почему это важно**

Реструктуризация государственных предприятий перед приватизацией представляет собой спектр действий от перевода предприятия в организационно-правовую форму, в которой оно может быть продано, до фундаментальной реорганизации предприятия и его финансов, которая будет лучше подходить для долгосрочных целей приватизации. Независимо от того, будет ли ВОА давать оценку процесса реструктуризации в дополнение к аудиту последующей продажи, он должен понимать, как и почему предприятие было реструктурировано, чтобы правильно осмыслить продажу.

#### **Рекомендация**

**ВОА должен удостовериться в том, что понимает цели продавца при проведении любой реструктуризации в преддверии продажи и действия продавца, направленные на достижение этих целей.**

#### **Обоснование данной рекомендации**

Продавцы проявили различные подходы к вопросу о том, как и в какой мере государственное предприятие должно быть реструктурировано перед продажей, если такая реструктуризация вообще требуется. Такие различные подходы отражают различие экономических обстоятельств между различными странами и различия между целями приватизации, которые сами по себе могут меняться в пределах страны с течением времени. Например, в

странах, которые стремятся к максимально быстрому переходу от административно-командной к рыночной экономике, основное внимание зачастую уделяется срочной приватизации и большого количества предприятий при одновременных усилиях, направленных на внедрение правовых и коммерческих систем, необходимых для функционирования рыночной экономики. Изменения в рамках законодательства означают изменения способа проведения аудита приватизации ВОА; например, ВОА должен уделять особое внимание любым неясностям относительно юридических прав собственности на активы, которые государство пытается продать или продало.

Реструктуризация перед продажей зачастую являлась рудиментарной, и проведение какой-либо фундаментальной реорганизации после продажи предоставляется новым собственникам по их желанию, иногда с осуществлением значительного сокращения количества сотрудников. В некоторых развитых экономиках сокращение штата также предоставляется новым собственникам, исходя из уверенности в том, что решение таких вопросов лучше предоставлять рынку. В таких случаях приватизация могут нести с собой социальные затраты (в частности, безработицу), которые предстоит позднее оплачивать государству. Во избежание таких социальных затрат некоторые страны сделали обеспечение заданных уровней трудовой занятости и инвестиций заявленной целью приватизации. Однако в других случаях правительства не имели достаточно ресурсов, чтобы оплатить крупную предпродажную реструктуризацию, которая в любом случае могла привести к неприемлемым задержкам продажи. Изучение политики предпродажной реструктуризации, которой следует продавец, может пролить свет на основные причины приватизации и на то, как продажа вписывается в общий подход правительства к приватизации.

ВОА должен иметь полное понимание предыстории продажи, в том числе причины того, почему правительство провело или не провело крупную реструктуризацию в качестве подготовки к намеченной продаже, или же на

этом этапе государство лишь рассматривало возможность приватизации. Такое тщательное исследование со стороны ВОА также поможет ему определить основные ключевые факторы, влияющие на решение о приватизации, которое может быть, а может и не быть указано в заявленных целях продажи, например, любое ожидаемое влияние списания долга на общее финансовое положение правительства.

Весьма вероятно возникновение большого количества важных вопросов в отношении решения о реструктуризации. Например, если у предприятия были крупные долги перед правительством или другими государственными предприятиями, в какой мере эти долги были списаны полностью или конвертированы в собственный капитал компании или новый долг, и какое влияние это оказало на цену, которую продавец смог получить за предприятие. Например, в некоторых случаях продавец может прийти к выводу, что предприятие не будет пригодным к продаже при отсутствии списания всех или значительной части долгов предприятия. Кроме того, выбранная структура предприятия может повлиять на его пригодность для продажи. При прочих равных условиях, например, монополия может предписать более высокую цену, чем на предприятие, проданное на конкурентном рынке. Однако если продавцы стремятся к развитию конкуренции, они иногда могут принять решение о разделении крупного бизнеса на более мелкие единицы, чтобы способствовать расширению спектра потенциальных участников торгов. Это может привести к росту конкурентной напряженности во время процесса торгов и поддержанию более конкурентного рынка после продажи.

Если ВОА рассматривает вариант изучения и составления отчета о реструктуризации, ему необходимо помнить о том, что кроме влияния на продажу, может пройти какое-то время, прежде чем появится возможность выработать мнение о том, насколько приватизированное предприятие вносит вклад в достижение каких-либо общих целей, которые правительство может установить для приватизации (например, развитие рыночной экономики), и

даже тогда может быть сложно оценить влияние решений о реструктуризации.

- Рекомендация 7

### ***Цели продажи***

#### **Вопрос**

Что ВОА должен попытаться установить относительно целей, которые продавец преследует при продаже?

#### **Почему это важно**

Установление целей, которые продавец преследует при продаже, является критически важной начальной точкой для осуществления аудита эффективности приватизации. ВОА должен установить, каковы были непосредственные цели продажи, включая любые обязательства, возложенные на предприятие, и как они связаны с более долгосрочными целями, в том числе с развитием рыночной экономики, а также социальными и экологическими вопросами. Приватизация не является статическим процессом, и цели каждой продажи будут отражать эволюцию экономики, которая со временем может претерпевать радикальные изменения. Как непосредственные, так и более долгосрочные цели должны конкурировать друг с другом, по крайней мере, в определенной степени. При этом не всегда указываются все цели. Только при понимании этих целей в их сложности и взаимосвязи и того, как они влияют на проведение продажи, ВОА сможет определить, какие вопросы он должен задать при исследовании продажи.

#### **Рекомендация**

**В начале аудита ВОА должен убедиться в том, что имеет четкое понимание всех целей продавца при приватизации и того, как они связаны с более широкими целями для экономики.**

#### **Обоснование данной рекомендации**

Без четкого понимания целей продавца со всеми их взаимосвязями, включая более широкие цели политики, ВОА рискует провести аудит



эффективности, который не сможет выявить и изучить то, чего пытался достичь продавец.

Во многих случаях приватизации продавцы также отвечают за определенные цели продажи, которые зачастую ставит правительство. Цели продажи меняются в зависимости от страны, в зависимости от определенных экономических трудностей, с которыми сталкивается страна в период продажи, и от того, каким образом продажа рассматривается составной частью противодействия этим трудностям. Цели могут включать в себя быструю продажу предприятий, демонстрируя возможно скептически настроенным рынкам, что приватизация возможна, и тем самым прокладывая путь будущей приватизации, гарантируя инвестиции и способствуя более широкому долевному участию. ВОА должен будет оценить, как повлияла на продажу кадровая политика продавца, например, ставилась ли цель поддержать уровень трудовой занятости или защиты прав сотрудников при сокращении и, в случае такого сокращения, как продавец и покупатель договорились о распределении выходных пособий.

По своей сути эти цели в определенной степени могут конкурировать друг с другом. Одним из вопросов, который должен рассмотреть ВОА, является то, установил ли продавец обоснованный баланс, например, между продажей бизнеса по плотному графику, с одной стороны, и одновременной максимизацией поступлений и минимизацией расходов, с другой стороны.

Конечно, именно продавец решает, как справляться с такими конкурентными целями, и ВОА должен позаботиться о том, чтобы не посягать на ответственность продавца за определение приоритетов. Например, если государство как продавец решит отдать приоритет скорости продажи предприятия, а не максимальной выручке, чтобы, например, завоевать доверие инвесторов по отношению к процессу приватизации, полномочия ВОА могут не распространяться на то, чтобы посоветовать продавцу отложить продажу ради получения более высокой цены. Но именно ВОА должен изучить, каковы были последствия способа приватизации,

выбранного государством, и привлечь внимание к любым выгодам, упущенным государством в результате этой конкретной продажи. Опыт показывает, например, что если государство теряет стоимость при приватизации, и новые собственники зарабатывают целое состояние за счет государства, доверие к правительству может в значительной степени пострадать, так как граждане не будут считать условия продажи справедливыми.

Может показаться, что некоторые цели конфликтуют друг с другом, но на практике это может оказаться не так. Например, стимулирование отдельных инвесторов при первоначальной эмиссии может противоречить максимальному увеличению выручки, но не в том случае, если такие стимулы, создавая конкурентную борьбу между отдельными и институциональными инвесторами, способствуют обеспечению более высоких общих поступлений от продажи. Однако это может быть сложно продемонстрировать.

Обеспечение полного выполнения заявленных целей продавца также поможет ВОА определить какие-либо важные незаявленные цели, а также цели, которые продавец мог с пользой для себя установить, но не установил. Например, независимо от того, была ли эта цель заявлена, ВОА должен изучить, в какой мере продавец обеспечил хорошую цену за предприятие. Такое прояснение также будет содействовать государству при определении целей будущих продаж.

- Рекомендация 8

### ***График продажи***

#### **Вопрос**

Что ВОА должен учитывать при составлении графика продажи?

#### **Почему это важно**

Весьма часто выясняется, что одной из целей продавца в отношении продажи является скорейшее проведение приватизации. ВОА может захотеть

удостовериться в том, довел ли продавец основные сроки сделки до сведения общественности, чтобы обеспечить добросовестность участников торгов. ВОА также необходимо помнить о том, что соблюдение плотного временного графика не должно происходить за счет других целей продажи.

### **Рекомендация**

**ВОА должен определить, какую цель продавец преследовал в отношении сроков продажи, а также оказало ли преследование этой цели какое-либо влияние на продажу – положительное или отрицательное.**

### **Обоснование данной рекомендации**

Продавцы зачастую испытывают значительное давление, вынуждающее их проводить продажу по плотному графику. Так зачастую происходило, например, когда страны стремились как можно быстрее перейти к рыночной экономике. Но это также может проявляться в относительно развитых экономиках, когда правительства рассчитывают на продажу, чтобы внести вклад в программы государственных расходов, или чтобы сократить национальный долг, или если, в случае крупных эмиссий или продаж акций, количество вариантов может быть незначительным. Кроме того, общепринятой добросовестной практикой является максимально быстрое проведение определенных стадий продажи, чтобы избежать убытков для предприятия, поскольку его будущая жизнеспособность находится под вопросом, и чтобы сохранить конкурентоспособное напряжение между участниками торгов, а также, чтобы сосредоточиться на обеспечении выгодной сделки, например, от первоначальных предложений коммерческой продажи, составления списка участников торгов и до завершения продажи.

При изучении этих аспектов ВОА должен продемонстрировать понимание такого давления. Но соблюдение плотного графика не является оправданием неблагоприятного развития событий. Среди пунктов для изучения является вопрос о том, не была ли продажа проведена так

торопливо, что были опущены ключевые стадии процесса (например, отбор привлеченных консультантов, приведение предприятия в адекватную организационно-правовую форму, решения по методу продажи, подготовка финансовой информации, выявление и оценка активов, оценка бизнеса, маркетинг и переговоры по продаже), не были ли они проведены халатно и не полностью, а если так, то был ли какой-либо измеримый неблагоприятный эффект на результат продажи, например, утрата выручки.

- **Рекомендация 9**

***Предпродажная оценка бизнеса***

**Вопрос**

Какие ключевые вопросы должен рассмотреть ВОА в отношении оценки приватизируемого предприятия продавцом?

**Почему это важно**

Независимая предпродажная оценка предприятия является ключевым элементом должным образом проводимой продажи, так как предоставляет продавцу средства проверки обоснованности предложений и может помочь в последующих переговорах с участниками торгов.

**Рекомендация**

ВОА должен убедиться в том, получили продавец предпродажную оценку предприятия. Если нет, ВОА должен выяснить причины этого и при проведении любого послепродажного исследования должен заказать собственную оценку. Если предпродажная оценка была проведена продавцом, ВОА должен убедиться в том, что она

- **была основана на должных предпосылках**
- **была получена независимо от покупателя и от руководства предприятия**
- **основана на общепринятых принципах оценки бизнеса и**
- **является полезным руководством для продавца при оценке предложений и в ходе переговоров, ведущих к окончательной продаже.**

## Обоснование данной рекомендации

Проведение оценки перед приватизацией является общепринятой добросовестной практикой, в частности, для оценки предприятия как действующего бизнеса, чтобы знать примерный уровень возможных поступлений, по которому можно оценивать предложения. В таких случаях оценка, которая, конечно, может представлять собой диапазон значений, зависящих от принятых предпосылок, также может быть использована как сравнительная проверка самого процесса продажи при использовании выборочных торгов. Если полученные предложения сильно отличаются от цифр, предложенных при оценке, могут быть подняты вопросы об эффективности процесса маркетинга или конкурентоспособности продажи. Также добросовестной практикой для продавца является оценка бизнеса с целью определения отправной цены бизнеса, то есть, цены, ниже которой он не должен быть продан.

В некоторых случаях продавцы могут заявлять, что уникальные или новые характеристики могут осложнить попытку получения реальной оценки, и такое осложнение может быть названо в качестве причины для отказа от ее проведения. Помня, однако, о том, что участники торгов получают просьбу об оценке предприятия, и у них нет или не должно быть более качественной информации о нем, чем у продавца, будет довольно странно, если продавец буквально окажется не в состоянии провести оценку. Продавцы также иногда заявляют, что хорошо проведенный конкурс является наилучшей гарантией получения стоимости из продажи. Конкурс, конечно, важен, но для продавца принципиально важно иметь отправные точки, по которым он будет оценивать предложения; отсутствие оценки, скорее всего, будет индикатором того, что продавец готов продать предприятие по неудовлетворительной цене и не хочет нести за нее ответственность. Конечно, степень сложности и связанные с исходной оценкой расходы будут связаны с размером и сложностью продаваемого предприятия.

Предположения, сделанные при оценке, должны согласовываться с целью, для которой она предназначена. Например, если необходима перекрестная оценка результатов конкурентных торгов, на которых предприятие выставлено в качестве действующего бизнеса, оценка должна производиться продолжающейся деятельности.

Оценка не должна проводиться каким-либо лицом, с которым может возникнуть конфликт интересов относительно результатов приватизации. Сюда входят руководители предприятия (даже если они сами не подают предложение). Но оценка может должным образом использовать информацию, предоставленную руководством и проверенную, если необходимо. В некоторых случаях продавцу может потребоваться провести проверку оценки независимой стороной, например, если оценка проводится финансовыми консультантами продавца, и эти финансовые консультанты имеют право получать комиссионные по завершении продажи, основанные на суммах, на которые поступления от продажи превышают оценку (см. рекомендацию 39). В таком случае консультанты заинтересованы в занижении оценки.

Оценка бизнеса требует навыков квалифицированного суждения. Однако основа для такого суждения должна включать в себя количественную информацию о соответствующем предприятии, а также принципы, общепринятых среди профессиональных оценщиков.

ВОА также может пожелать проверить, рассматривал ли продавец возможность реструктуризации предприятия перед продажей, чтобы, например, увеличить выручку (см. рекомендацию 6).

- Рекомендация 10

### ***Методы продажи***

#### **Вопрос**

Какие факторы должен учитывать ВОА при рассмотрении выбора продавцом метода продажи?

## Почему это важно

Выбор метода продажи может быть критически важным для успеха приватизации. В некоторых случаях выбор может быть весьма прямолинейным; например, публичный аукцион может быть самым простым и наиболее экономичным способом распоряжения очень небольшими предприятиями, такими как отдельные магазины. Но для более крупных предприятий может возникнуть трудный выбор между, скажем, тщательно спланированной отраслевой продажей и первоначальной эмиссией. Последняя, скорее всего, будет более дорогой в отношении общих затрат, но при успешном создании конкурентного напряжения между большим количеством инвесторов чистые поступления могут быть выше; кроме того, это может содействовать достижению более широких целей, таких как развитие внутреннего рынка капитала. БОА должен оценить, какие возможные способы приватизации принимались во внимание продавцом, и почему продавец принял решение идти именно выбранным путем.

## Рекомендация

БОА должен изучить, какие возможности рассматривал продавец, прежде чем решить, какой метод продажи использовать, и какие критерии продавец применял при решении относительно выбранного метода продажи, в том числе преследование каких-либо более широких целей программы приватизации.

## Обоснование данной рекомендации

Меры, принятые продавцом в ходе принятия решения о методе продаж, могут пролить значительный свет на то, насколько хорошо продавец понимает суть продаваемого предприятия и его потенциальный призыв к рынку. Например, в случае с крупным бизнесом продавец может счесть полезным как можно дольше сохранять открытыми альтернативные варианты отраслевой продажи или эмиссии. Например, продавец может вступить в переговоры с потенциальным конкурентным покупателем частично для того, чтобы проверить этот рынок, а частично, чтобы оказать

давление на руководство предприятия (которое может предпочесть эмиссию как вариант, предлагающий лучшие перспективы для сохранения их собственных рабочих мест), чтобы оно было более доброжелательным относительно перспектив бизнеса, которые должны быть разъяснены инвесторам в случае размещения акций.

Если продавец не рассмотрит внимательно суть бизнеса, прежде чем принять решение о методе продажи, это может привести к уменьшению выручки для продавца. В одном примере продавцу предстояло провести отчуждение бизнеса по оказанию услуг компьютерной поддержки для группы государственных больниц. Предприятием было привлекательным, так как больницы очень хотели обеспечить постоянную поддержку для своих компьютерных систем. Но вместо энергичного маркетинга данного предприятия в качестве возможности отраслевой продажи, продавец отнесся к бизнесу как к заказу на оказание услуг, и ВОА в ходе оценки установил, что в результате этого продавец осуществил сделку, гораздо менее выгодную для налогоплательщика. В свете отчета ВОА отдел здравоохранения обязался учитывать в будущем вариант отраслевой продажи в случаях таких отчуждений.

- Рекомендация 11

### ***Честность продавца при совершении продажи***

#### **Вопрос**

Была ли продажа совершена продавцом с профессиональной честностью и осмотрительностью, подобающей государственному предприятию?

#### **Почему это важно**

Приватизация включает в себя передачу государственными служащими государственных активов в частный сектор. Сделка должна быть строго связана с требованиями законодательства в отношении надлежащего учета государственных доходов и расходов. И она должна проводиться



добросовестно, в соответствии со стандартами, которые ожидаются от лиц, отвечающих за интересы налогоплательщика, в том числе, обеспечения гарантий соблюдения новыми собственниками любых обязательств, которые они обязаны взять на себя. Могут возникнуть конфликты интересов, например, продавцы и их консультанты могут сделать осторожный предварительный расчет стоимости предприятия, чтобы увеличить шансы на успешную продажу, но это может иметь негативные последствия для налогоплательщика, если стоимости будет уменьшена.

Соответствующие государственные служащие не должны получать, ни прямо, ни косвенно, какие-либо непредусмотренные выгоды от продажи. Со своей стороны, сами государственные служащие могут столкнуться с критикой того, как они проводили продажу, и могут обратиться к ВОА за защитой своей репутации. ВОА может столкнуться с трудностями при получении надежного доказательства, а также с основанными на коммерческой конфиденциальности возражениями относительно опубликования ключевых сведений, таких как идентификационные данные участников торгов и суммы, которые они предложили или выплатили.

### **Рекомендация**

**ВОА должен проверить, имелись ли адекватные средства обеспечения того, чтобы продажа проводилась должным образом и добросовестно, а также расследовать предположения о недобросовестной практике и установить, были ли в процедурах какие-либо упущения.**

### **Обоснование данной рекомендации**

Существует риск того, что лица, отвечающие за приватизацию, могут стремиться к личной выгоде, а не к максимальному увеличению цены сделки в пользу налогоплательщика. Риск может принимать различные формы и процветать в неточностях и неясностях, окружающих такие сделки. Например, продавцы могут продать предприятия аффилированным лицам или приобрести и сами на выгодных условиях в обмен на долю стоимости,

которую потеряет налогоплательщик. Или руководство продаваемого предприятия может подвергнуться искушению скрыть стоимость в той или иной форме, чтобы при приватизации они смогли бы получить выгоду либо прямо, устранив стоимость (например, избыточные активы), либо косвенно, получая крупные поступления от продажи предприятия, таким образом, улучшая свое положение руководителей.

ВОА должен оценить адекватность рекомендаций продавца по дисквалификации участников торгов и то, как на практике осуществлялась защита государственных интересов.

ВОА должен выявить лиц, отвечавших за разрешение и проведение продажи, а также установить, каким образом распределялись обязанности.

ВОА также должен проверить, получило ли государство все деньги долги от приватизации, или какая-то их часть или все они исчезли в других карманах.

Халатность со стороны продавца также может привести к тому, что продажа будет проведена без должного внимания к государственным интересам. Такое происходит, например, если продавец не предоставил равный доступ к информации о бизнесе всем участникам торгов, создав кому-то преимущество перед другими, тем самым ограничив конкуренцию в отношении предприятия.

Конфликты интересов могут возникать, например, когда руководство и/или консультанты, владеющие служебной информацией о предприятии, получают привилегии как участники торгов.

Во многих случаях, когда продажа не была проведена должным образом, это становилось достоянием общественности. Такая информация может оказать помощь ВОА при изучении ситуации. Но такие отчеты могут быть неполными или неверными, и государственные служащие или иные заинтересованные лица, такие как участники торгов, могут обратиться к ВОА за реабилитацией. При отсутствии надежных доказательств это может поставить ВОА в трудное положение. И даже при обнаружении такого

доказательства другие стороны продажи могут возражать против его опубликования ради соблюдения коммерческой конфиденциальности. Опыт подсказывает, что все лица, желающие добиться надлежащего проведения продаж, заинтересованы в том, чтобы все стороны сделки знали, что продажа может подвергаться независимому исследованию и изучению со стороны ВОА, и что подробные результаты вполне вероятно могут быть опубликованы в общественных интересах.

- Рекомендация 12

***Остаточные обязательства руководства***

Вопрос

Какие шаги должен совершить ВОА для оценки того, как остаточные обязательства управляются государством после продажи государственного предприятия?

Почему это важно

В большинстве случаев будут существовать определенные обязательства государства, оставшиеся после продажи государственного предприятия. Эффективное управление этими обязательствами, без сомнения, окажет влияние на финансовое положение страны, как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе, так как они могут привести к требованию оплаты из государственных средств или потребовать эффективного управления государственными ресурсами. Поэтому ВОА должен рассмотреть вариант проведения аудита таким способом, при котором будут выполняться остаточные обязательства, сохраняющиеся после продажи государственного предприятия.

Рекомендация

ВОА должен оценить адекватность структурных договоренностей государства для управления любыми остаточными обязательствами и удостовериться в том, что государственная или национальная отчетность

адекватно отражает (по возможности с количественными показателями) любые остаточные активы и пассивы, действительные или условные.

### **Обоснование данной рекомендации**

После приватизации по разным причинам могут возникать остаточные обязательства. Некоторые возникают потому, что государство решило не включать все в продажу или иным образом было неспособно отделить себя от всех видов деятельности или обязательств продаваемого предприятия - например, управление обязательствами акционеров, неполные или нечеткие юридические рамки, незаконченные тяжбы или оставшиеся обязательства перед служащими или в отношении имущества по пунктам, не включенным в продажу. Могут возникать другие вопросы как прямое следствие сам их договоренностей о продаже - например, активное и ответственное управление возмещениями или гарантиями, указанными в договоре купли-продажи, или продолжающееся управление остаточными активами.

Примерами обязательств являются обеспечение выплаты возмещений агентам продавца (например, инвестиционным банками учреждениям) при эмиссии акций предприятия, возмещений директорам предприятия за отчеты по проспектам эмиссии, а также займов и обязательств приватизируемого предприятия, включая за балансовые счета. Примером остаточного актива может быть управление договором аренды с покупателем, по которому предоставляется право доступа или пользования находящимся в государственной собственности земельным участком, не включенным в продажу, например, земельным участком под постоянными путями приватизируемой железной дороги.

Прочие риски, связанные с данным аспектом приватизации, могут включать в себя отсутствие какой-либо постоянной остаточной функции управления, утрату записей и риск утраты институциональных знаний, так как бывшие работники получают другие возможности трудоустройства.

ВОА должен изучить, какие обязательства продавец возложил на покупателя предприятия, были ли они определены количественно и как

продавец пытался защитить интересы налогоплательщика, например, установив сроки, финансовые ограничения или иные возможности расторжения.

ВОА должен получить четкое представление о том, какие остаточные обязательства возникнут после приватизации, и убедиться в наличии эффективного и непрерывного управления со стороны государства этими активами и пассивами в течение периода их эксплуатации. Эти вопросы могут выходить за пределы обязательств, возложенных на государство. Например, в случае массовой приватизации может произойти так, что огромные количества предприятий будут приватизированы в течение короткого периода, и в процессе этого не будут рассмотрены важные вопросы, относящиеся к обязательствам новых собственников. ВОА может потребоваться отслеживать на постоянной основе обязательства, которые остаются возложенными на государство, в частности, если они будут неясны или не определены на момент продажи.

### **Раздел 3: Отраслевые продажи**

- Рекомендация 13

#### ***Консультация привлеченных экспертов по требованию продавца***

##### **Вопрос**

Какие шаги должен предпринять ВОА, чтобы обеспечить продавцу доступ по разумной цене к качественной внешней консультации в течение всего процесса продажи?

##### **Почему это важно**

Продавцы часто назначают консультантов по продажам, которые оказывают им содействие в ходе процесса продажи, включая участвующие стороны, а также предоставляют экспертные консультации по продаже. Обеспечение качественной внешней консультации может быть ключом к успешной продаже.

##### **Рекомендация**

**ВОА должен изучить процесс, которому следовал продавец, определяя, какой специалист и беспристрастный совет привлеченного консультанта ему требовался для проведения сделки и какие шаги они предприняли, чтобы обеспечить такую консультацию по разумной цене.**

### **Обоснование данной рекомендации**

Продавец редко обладает полным спектром необходимых навыков для контроля всех аспектов отраслевой продажи. Навыки, требуемые для обеспечения удовлетворительного результата, меняются в зависимости от сути продаваемого предприятия. В качестве помощи продавцы приглашают к выражению заинтересованности/тендерам избранных потенциальных консультантов по продаже. Потенциальные консультанты по продаже должны быть не только компетентными и иметь необходимые знания в данной отрасли, но они также не должны иметь каких-либо конфликтующих интересов с продаваемым предприятием. Такое последнее условие может устранить потенциальных консультантов по продажам в небольших экономиках, в которых чаще может возникать возможность конфликта.

ВОА должен удостовериться в том, что процесс назначения консультантов по продаже учитывал важность обеспечения нейтральности консультации продавцу, а также продемонстрировал компетентность. ВОА должен проверить, были ли гонорары консультантов по продажам обоснованными, должным образом стимулировали консультантов для оптимизации их работы на благо продавца и были прозрачными. Если гонорары выплачиваются в форме процентов от окончательной цены продажи, ВОА должен удостовериться в том, что более высокая цена продажи не была достигнута за счет, например, своевременной оплаты или избыточных гарантий и возмещений.

Способ оплаты услуг консультантов по продажам в значительной степени меняется от продажи к продаже. Некоторые получают фиксированные гонорары, другие – процент от цены продажи, а прочие – почасовую оплату. У каждого метода есть свои преимущества и недостатки.

Однако возникающие суммы редко бывают незначительными - либо по сумме, либо с общественно-политической точки зрения. Поэтому общество должно быть уверено в том, что гонорары, выплаченные консультантам по продажам, являются обоснованными при данных обстоятельствах. В отношении расходов см. также рекомендацию 39 (установление и контроль бюджетов для внешних подрядчиков).

- Рекомендация 14

### ***Руководство предприятия***

- ***Вопрос***

Каковы аудиторские риски, которые ВОА должен учитывать в отношении руководства и служащих приватизируемого государственного предприятия?

### **Почему это важно**

Для сохранения целостности процесса продажи и обеспечения наилучшего результата продаж важно удостовериться в том, что руководство и служащие продаваемого государственного предприятия не совершают действий, мешающих процессу продажи.

### **Рекомендация**

ВОА должен удостовериться в том, что руководство и служащие продаваемого государственного предприятия действовали компетентно и так, чтобы эффективно поддерживать целостность процесса продажи, и что они поступали в интересах продавца.

### **Обоснование данной рекомендации**

Руководство продаваемого государственного предприятия подвергается различному давлению в течение всего периода продажи. К ним часто обращаются за предоставлением доступа к книгам и записям, касающимся предприятия, беспристрастных ответов на вопросы продавца, консультантов по продажам и потенциальных участников торгов, но одновременно они должны выполнять свои обычные должностные обязанности и обязательства, в том числе, разъяснять любые неясности,

которые возникают у служащих относительно влияния продажи на их будущее. Руководящий персонал должен быть готов помочь в течение всего процесса, однако они и сами учитывают влияние продажи на их должностное положение и перспективы карьерного роста. Сохранение, по меньшей мере, ключевых руководителей в этот момент было бы крайне желательно, при этом могут быть использованы договоренности (стимулы) для обеспечения их непрерывного трудоустройства до завершения процедуры продажи.

Служащие также будут озабочены своим будущими и могут подвергнуться искушению предоставить преимущества кому-либо из участников торгов по отношению к другому для того, чтобы обеспечить собственное будущее трудоустройство, либо в государственном секторе, либо у нового работодателя. При достижении соглашения они могут сменить лояльность с продавца на покупателя.

ВОА должен быть осведомлен о таком потенциальном влиянии на результаты продажи и удостовериться в том, что продавец учитывает риски для процесса и результата продажи и должным образом управляет ими, например, составляя четкие рекомендации для руководства и служащих в отношении сути и объема любого разрешенного общения с участниками торгов.

Раздел 4 данных рекомендаций посвящен дополнительным вопросам, которые возникают, когда руководство и/или служащие предприятия также подают предложение о его покупке.

- Рекомендация 15

### ***Маркетинг предприятия***

#### **Вопрос**

Какие шаги должен предпринять ВОА для оценки маркетинга предприятия?

#### **Почему это важно**

Успешная продажа, в результате которой достигается хорошее соотношение цены и качества, наиболее вероятна при наличии конкуренции



между участниками торгов. Чтобы это произошло, продавцы должны принять решение о том, какой метод продажи наилучшим образом подойдет для данного типа предприятия и как потенциальные участники торгов могут быть полностью осведомлены о такой возможности. Скорее всего, возникнут важные юридические условия, влияющие на суть маркетинга, например, нормативные требования и правила, регулирующие рекламу таких возможностей. Существует риск того, что в силу неопытности или недалековидности продавцы не приложат усилия к тщательному исследованию рынка.

### **Рекомендация**

**ВОА должен изучить, насколько успешно продавец привлек внимание потенциальных покупателей к деловым возможностям, представленным предприятием, выставленным на продажу.**

### **Обоснование данной рекомендации**

Нельзя рассчитывать на появления конкуренции, если продавцом не предприняты шаги по привлечению соответствующих участников торгов. В некоторых случаях предприятия продаются по единому тендеру, когда продавец обратился к служащим, приглашая их подать заявки, которые, скорее всего не будут оспариваться. ВОА должен изучить, например, была ли реклама продажи предприятия в финансовой прессе и отраслевых журналах и озадачился ли продавец надлежащим исследованием сектора рынка, чтобы выявить потенциальных покупателей, и каковы были результаты этого. Если успешная продажа произошла лишь после одной или нескольких неудачных попыток, ВОА должен изучить причины этого, какие расходы были понесены в этом процессе и какие можно сделать выводы, которые помогли бы предотвратить такие неудачи в будущем.

ВОА также должен проверить, уделил ли продавец должное внимание нормативным требованиям, как внутренним, так и международным, которые могли бы оказать влияние на маркетинг, и соблюдал ли продавец какие-либо международные обязательства в отношении приглашений к тендеру на

оказание государственных услуг или приобретение государственных активов. ВОА должен быть осведомлен о случаях, когда продавец мог, не изучив их, полагаться на предполагаемые ограничения в качестве оправдания отсутствия решительных мер по маркетингу предприятия, тем самым поставив под угрозу получение полной стоимости при продаже.

- Рекомендация 16

### ***Информация для потенциальных участников торгов***

#### **Вопрос**

Какая информация должна предоставляться потенциальным участникам торгов?

#### **Почему это важно**

По различным законодательно обоснованным причинам, включая коммерческую конфиденциальность, а также для стимулирования креативных конкурентных предложений, продавец может не захотеть на первоначальной стадии торгов предоставлять полную информацию о продаваемом предприятии всем потенциальным участникам. С другой стороны, продавец должен поддерживать первоначальные предложения и минимизировать риск того, что в результате сокращения списка участников торгов они впоследствии уменьшат свои предложения на более поздней стадии, когда им будет предоставлена дополнительная информация. Независимо от уровня предоставляемой информации она должна предоставляться на равной основе потенциальным участникам торгов, или продавец будет рисковать снижением степени доверия участников торгов к безупречности процесса продажи.

**ВОА должен изучить, когда продавец учитывал баланс преимуществ при предоставлении информации потенциальным участникам торгов, и удостоверился ли продавец в том, что эти детали были предоставлены в равной степени всем потенциальным участникам торгов.**

#### **Обоснование данной рекомендации**

Если продавец не предоставит адекватную информацию на равной основе всем участникам торгов, возникает риск того, что участники торгов могут отозвать или значительно снизить свои предложения или же урезать предлагаемые условия позднее в процессе продажи, если, например, представленная им впоследствии информация даст им основания для снижения сделанной ими оценки стоимости бизнеса. Если покупатель получит такую информацию только после продажи, это может стать основанием для тяжбы.

- Рекомендация 17

### ***Оценка предложения***

#### **Вопрос**

Какие шаги должен предпринять ВОА для оценки того, как продавец оценил полученные предложения?

#### **Почему это важно**

Если продавец не установил критерии оценки полученных предложений, существует риск того, что наилучший возможный результат продажи не будет достигнут. Но выявление удовлетворительных критериев может быть сложным, в частности, если цели продажи конкурируют друг с другом и если некоторые из них являются качественными по сути, например, цель создать впечатление успешности. Но если предложения не будут оцениваться последовательно, продавец может испытывать трудности при демонстрации того, насколько конечная сделка соответствует целям продажи, и существует риск того, что продавец может быть обвинен в нарушениях.

#### **Рекомендация**

**ВОА должен проверить критерии продавца по оценке предложений со ссылкой на цели продажи и изучить то, насколько успешно продавец применил эти критерии при оценке полученных предложений.**

#### **Обоснование данной рекомендации**

Без четких критериев оценки полученных предложений продавец не сможет оценить, в какой мере каждое предложение соответствует целям продажи: при отсутствии плана оценки тендера, включающего в себя приоритет каждого критерия, может быть сложным продемонстрировать причины и справедливость решений относительно отбора определенного участника торгов. Но это может оказаться затруднительным, так как в обычном случае цели продажи, скорее всего, будут конкурировать друг с другом, и не все они могут быть измерены. В таких обстоятельствах продавец иногда различный вес разным критериям, однако, на практике сочетание таких критериев зачастую является неформальным и субъективным, в связи с чем сложно установить, был ли последовательный подход применен при оценке каждого предложения. Даже если продавец успешно применит комплекс взвешенных критериев, существует опасность того, что оценка будет слишком механической, будет придаваться слишком большое значение аспектам, которые могут быть измерены (например, цена), и меньшее значение – более качественным аспектам, которые, тем не менее, могут быть очень важны (например, деловой потенциал участников торгов), что создаст возможность для игр и злоупотреблений. Риск использования излишне механического подхода к оценке может возникнуть, если продавец захочет снизить вероятность коррупции со стороны лиц, проводящих оценку. Те же потенциальные недостатки применимы к случаю, когда продавец, вместо придания веса каждому критерию, выбирает одну основную цель, поддающуюся количественному определению, и расценивает все прочие цели как препятствия, которые должны быть выполнены.

Какой бы метод оценки предложений ни выбрал продавец, если он не будет доведен до сведения участников торгов, они, скорее всего, не подадут предложения, удовлетворяющие требованиям продавца. Критерии должны быть подходящими для определенной стадии продажи и не должны быть настолько жесткими, чтобы препятствовать поощрению инновационных предложений. ВОА может пожелать проверить, насколько успешно продавец

учел эти важные вопросы. В некоторых случаях будет возможно изучить это в контексте индивидуальных продаж. В других случаях, когда несколько отраслевых продаж проводится параллельно, для ВОА может быть оказаться более практичным изучить систему продавца в отношении применения критериев.

Аудит оценки предложений, вероятно, будет с технической точки зрения наиболее сложным аспектом аудита приватизации. ВОА потребуются соответствующие навыки для такой работы (см. рекомендацию 2).

- Рекомендация 18

***Сокращение списка участников торгов***

Вопрос

Как ВОА должен оценивать, каким образом продавец принял решение по отбору предложений?

Почему это важно?

Чтобы привести переговоры к удовлетворительному завершению, продавцу может понадобиться сократить количество участников торгов до обоснованного числа, сохраняя конкурентное напряжение между серьезными предложениями.

Рекомендация

ВОА должен изучить, были ли критерии и продавца и процесс исключения участников торгов хорошо продуманы и объяснимы в контексте целей продажи, и как продавцу удалось выдержать баланс между проведением переговоров с очень ограниченным количеством участников торгов и проведением переговоров со слишком большим их числом.

Обоснование данной рекомендации

Если процесс продажи привел к образованию большого количества первоначальных предложений, удовлетворяющих критериям продажи, продавцу понадобится решить, сокращать ли количество участников торгов, которые смогут перейти к следующему этапу. Опыт подсказывает, что

продавцы зачастую поступают так, надеясь, что это даст им возможность быстрее завершить продажу. И для этого есть аргумент—чем больше участников торгов останется на следующем этапе, тем меньше вероятность того, что у каждого из них останутся большие шансы на успех. Поэтому сокращение числа участников торгов может увеличить конкурентное напряжение. Но если продавец не поддержит это напряжение и будет настаивать на переходе к заключительной стадии продажи, участники торгов, приглашенные для участия в следующем этапе, получают поддержку в отношении того, чтобы сократить свои первоначальные предложения в ущерб поступлениям от продажи, как случилось в большом количестве случаев. Продавец также должен быть осторожен и сохранять в конкурсе серьезных участников торгов как можно дольше. Может случиться, например, что вероятно успешный участник торгов получит низкий рейтинг на первоначальной стадии предложения. По этим причинам некоторые продавцы приходили к выводу о том, что в зависимости от размера и сложности продажи, они должны стремиться к тому, чтобы сохранить минимум три предложения в игре как можно дольше. ВОА должен учитывать эти факторы, а также то, в какой мере решения продавца относительно сокращения списка участников способствовали или препятствовали успешному окончанию продажи.

При составлении отчета на этой критической стадии процесса продажи ВОА скорее всего, окажется под давлением парламента и общественности в отношении оглашения данных об участниках торгов, сколько они предложили и какие условия они привязали к своим предложениям. Но участники торгов зачастую требуют и получают от продавцов обязательство о том, что данные о них будут оставаться конфиденциальными, особенно если они потерпят неудачу. В таких случаях ВОА должен будет учесть наличие, существуют ли какие-либо аргументы в пользу общественного интереса, чтобы сохранить такие детали в тайне. Если ВОА придет к выводу, что такие аргументы являются убедительными (чтобы, например, не

обескураживания предложения по будущим продажам), ВОА может рассмотреть возможность предоставления этих сведений в конфиденциальном отчете парламенту.

- **Рекомендация 19**

***Привилегированный участник торгов***

**Вопрос**

Какие пункты должен изучить ВОА, если продавец вел переговоры на конечном этапе продажи с единственным привилегированным участником торгов?

**Почему это важно**

Зачастую и первоначальные предложения, и предложения второй стадии являются условными, например, потому что продавцу трудно справиться с рыночными сомнениями относительно продажи. При таких обстоятельствах продавцы могут решить, что единственный способ удалить условия из предложения, это предоставить одному из участников торгов привилегированный статус, вступив в эксклюзивные переговоры с этим участником торгов в целях завершения продажи.

**Рекомендация**

**ВОА должен проверить, имел ли продавец критерии для отбора привилегированных участников торгов, которые соответствовали целям продажи, и применялись ли эти критерии.**

**Обоснование данной рекомендации**

Продавец должен иметь возможность продемонстрировать, что привилегированный участник торгов был таким участником торгов, который, как ожидалось, наилучшим образом будет соответствовать целям продажи, который был бы приемлем для всех заинтересованных в продаже сторон, и который не будет отказываться или настаивать на значительном сокращении предложения на завершающих стадиях. ВОА может пожелать проверить, что при выборе привилегированного участника торгов продавец

учел любые сложности, которые могли бы возникнуть во время переговоров, и удостоверился в том, что привилегированный участник торгов имел достаточное количество финансирования для завершения сделки.

- Рекомендация 20

### ***Окончательные переговоры***

#### **Вопрос**

Как ВОА должен проверить завершающие переговоры между продавцом и привилегированным участником торгов?

#### **Почему это важно**

Даже если предоставление привилегированного статуса участнику торгов приведет к отзыву официального резервирования или условий участника торгов, продавец подвергается риску того, что на завершающих стадиях привилегированный участник торгов может воспользоваться сильной позицией на переговорах, возникшей в связи со статусом привилегированного участника торгов.

#### **Рекомендация**

ВОА должен проверить, какие шаги продавец предпринял для защиты от риска того, что привилегированный участник торгов может попытаться на критическом завершающем этапе значительно снизить стоимость предложения, и для того, чтобы окончательные условия сделки были не хуже, чем условия, которые мог бы предложить любой другой участник торгов.

#### **Обоснование данной рекомендации**

Привилегированный участник торгов обычно находится в эксклюзивной переговорной позиции с продавцом, и если продавца не будет тщательно руководить данным этапом, предпочтительный участник торгов может успешно оказывать давление в целях последующего снижения цены или иных уступок, таких как возмещения. ВОА может пожелать проверить, какие шаги продавец предпринял для снижения этих рисков. Такие меры защиты могут включать в себя следующее: отправную цену, основанную на



тщательной оценке предприятия (см. рекомендацию 9); заблаговременное раскрытие информации, которая может привести к тому, что участник торгов уменьшит свою оценку стоимости продаваемого предприятия; шаги к обеспечению поддержания переговорного напряжения с привилегированным участником торгов для скорейшего заключения сделки с удовлетворительным результатам; не «закрывать дверь» для других участников торгов, так чтобы они могли быть повторно приглашены участвовать в переговорах, если привилегированный участник торгов запросит значительные уступки.

#### **Раздел 4: Приобретение предприятий руководством**

- Рекомендация 21

##### ***Обеспечение справедливой конкуренции***

###### **Вопрос**

Какие защитные меры должен определить ВОА, если руководство и/или служащие допущены к участию в торгах по продаже предприятия наряду с внешними участниками торгов?

###### **Почему это важно**

Продавец может поддержать намерение руководства и/или служащих участвовать в торгах по приобретению предприятия, например, чтобы показать потенциальным внешним участникам торгов, что его стоит приобретать, а также, чтобы сохранить мотивацию руководства и служащих в период подготовки продажи. Но руководство больше знает о предприятии, чем кто-либо еще, и если продавец не примет специальные защитные меры, возникнет опасность того, что такая ситуация отпугнет внешних участников торгов, что негативно скажется на продаже.

###### **Рекомендация**

**ВОА должен проверить, как продавец старался гарантировать справедливую игру, включая предоставление информации, между выкупающим руководством и внешними участниками торгов.**

### **Обоснование данной рекомендации**

Действующее руководство предприятия потенциально находится в привилегированной переговорной позиции. Их осведомленность в операциях и непосредственное участие в них, знание сильных и слабых сторон предприятия, его клиентуры и перспектив дадут им дополнительное преимущество в процессе подачи предложений. Руководство также может попытаться отпугнуть внешних участников торгов, выражая негативное отношение к перспективам бизнеса. Чтобы противостоять этим рискам, продавец должен рассмотреть возможность исключения из процесса принятия решения руководство/служащих, которые прямо или косвенно входят в состав выкупающей группы. Продавцу также имеет смысл выпустить кодекс поведения для выкупающих групп руководства, в силу которых они будут обязаны зарегистрировать свой интерес и указать, какую информацию они могут предоставить поддерживающим их кредиторам. Может быть проведен независимый обзор информации, предоставляемой всем участникам торгов, для проверки ее точности

ВОА должен проверить, удостоверился ли продавец, насколько возможно, в том, что все участники торгов получили доступ к той же информации о предприятии на равной основе, и что соответствующие правила относительно злоупотребления служебной информацией получили должное внимание. Это особенно важно, когда руководящая группа является одним из участников торгов. Обязательства могут включать в себя создание информационной комнаты для контролируемого использования информации всеми участниками торгов; обеспечение присутствия продавца или агента продавца на всех встречах руководства предприятия с участниками торгов, чтобы информация гарантированно предоставлялась участникам торгов на равной основе, причем вся запрошенная информация должна

регистрироваться и предоставляться участникам торгов; а также обеспечение того, чтобы если информация запрашивается участником торгов и предоставляется ему, она также будет направлена всем прочим участникам торгов. Таким образом, продавец должен стремиться к обеспечению, насколько возможно, того, чтобы внешние участники торгов получили такое же количество информации об истории и перспективах предприятия, что и внутренние участники торгов. В некоторых случаях продавцы решили не давать руководству и служащим возможности участвовать в подаче заявок на приобретение предприятия, пока не будет определен привилегированный внешний участник торгов, причем в этот момент потенциальный покупатель и руководство/служащие имеют возможность вступить в переговоры.

- Рекомендация 22

***Поощрительные выплаты***

**Вопрос**

Какие факторы должен принимать во внимание ВОА при оценке денежной стоимости каких-либо поощрительных выплат, которые продавец может предложить для поощрения предложений со стороны руководства и/или служащих предприятия?

**Почему это важно**

Слишком щедрые поощрительные выплаты для поддержания выкупных предложений руководства, в частности, если они неправильно определены и не раскрыты, могут исключить участие внешних участников торгов и вызвать риск снижения стоимости.

**Рекомендация**

ВОА должен проверить, были ли какие-либо поощрительные выплаты, предлагаемые выкупающим группам руководства, хорошо продуманы с учетом целей продажи, оценены в свете их вероятного влияния на поступления от продажи, и получили ли все участники торгов объяснения ключевых деталей.

## Обоснование данной рекомендации

Продавцы могут поддержать выкупные предложения руководства, чтобы создать конкурентное напряжение по отношению к внешним участникам торгов и/или чтобы защитить интересы или поддержать настроение руководства и служащих. Поощрительные выплаты могут принимать форму содействия в отношении расходов по формированию предложения, или продавец может решить отдать предпочтение предложению руководства, если оно будет составлять определенное процентное соотношение с лидирующим предложением и будет удовлетворительным в прочих аспектах. Характеристики объем таких поощрительных выплат, а также обстоятельства, в которых они могут применяться, должны быть тщательно обдуманы продавцом, и такая информация должна быть заблаговременно предоставлена всем участникам торгов и, если возможно, общественности, иначе потенциальные внешние участники торгов будут исключены. ВОА должен проверить, рассматривал ли продавец возможность какой-либо финансовой поддержки выкупающей группе руководства при формировании предложения, после того как группа руководства определила финансовых или коммерческих спонсоров.

Есть некоторые обстоятельства, при которых поощрительные выплаты вряд ли будут представлять собой надлежащее соотношение цены и качества, - например, если группа руководства не имеет достаточных навыков для успешного ведения бизнеса. Но в других обстоятельствах предложение руководства при должной поддержке может привести к лучшему результату, чем было бы возможно в иной ситуации, например, при приватизации десяти работающих дочерних предприятий государственной компании четыре были проданы командам руководства с общей выгодой в отношении поступлений от продажи, и предложения от конкурентных покупателей были улучшены в результате конкуренции со стороны групп руководства.

ВОА должен проверить, означали ли условия продажи, что какие-либо поступления сосредотачивались в руках избранной группы членов руководства в ущерб обычным служащим, а также налогоплательщикам.

- Рекомендация 23

### ***Обеспечение максимально возможной цены***

#### **Вопрос**

Что должен проверить ВОА, изучая вопрос о том, достигли продавец наилучшего соотношения цены и качества от продажи предприятия его руководству?

#### **Почему это важно**

Существуют широко известные примеры, когда выкупающие группы руководства приобрели предприятие, а затем перепродали его со значительной прибылью для себя и своих спонсоров в течение относительно коротких сроков. Это может снискать дурную славу процессу приватизации, так как является очевидным доказательством того, что изначальная продажа предприятия не сумела добиться максимальных поступлений для налогоплательщика.

#### **Рекомендация**

**ВОА должен проверить, какие шаги предпринял продавец с учетом критериев продажи для компенсации риска того, что предприятие могло быть приобретено за невысокую плату выкупающей группой руководства, например, потому что они создали препятствие конкурирующим участникам торгов.**

#### **Обоснование данной рекомендации**

Существует риск того, что руководство, хорошо зная предприятие, может приобрести его по самой низкой цене и на наилучших условиях, что даст ему возможность реализовать его полную стоимость вскоре после продажи. Основная защита против такого риска - полностью конкурентный процесс продажи, подкрепленный оценкой предприятия продавцом (см.

рекомендацию 9), основанный на равенстве ключевой информации для всех участников торгов. Прочие защитные меры включают в себя назначение в правление предприятия одного или нескольких независимых директоров с целью предоставления продавцу четкого взгляда на жизнеспособность и перспективы предприятия, по сравнению с которым могут быть оценены взгляды выкупающей группы руководства и других участников торгов, а также для обеспечения применения других мер, таких как равное предоставление информации участникам торгов, и шаги, направленные на предотвращение возможных конфликтов интересов. Продавец может счесть целесообразным исключить членов выкупающих групп руководства из определенных процессов принятия решений, таких как подготовительные этапы приватизации, включая реструктуризацию активов и ресурсов, любое частичное отчуждение до основной продажи, реструктуризацию долга или любые иные инвестиционные решения, которые могут повлиять на стоимость предприятия. ВОА также может проверить, учел ли продавец какие-либо аудиторские отчеты, составленные после реорганизации, особенно любое невыполнение договоренностей, выявленное ВОА.

Если, например, продажа является первой в серии продаж, и рынок может изначально сомневаться в отношении шансов успешной приватизации, продавец может начать переговоры относительно доли любых прибылей, которая может быть реализована в течение определенного периода после продажи, особенно если предприятие перепродается. В таком примере продавец, конечно, должен учесть возможность какого-либо негативного воздействия, которое такая договоренность может иметь на цену, по которой предприятие продается руководству. В одном случае дорогостоящее предприятие с небольшим количеством руководителей и служащих было приобретено выкупающей группой руководства при финансировании венчурным капиталом на сумму 750 миллионов долларов; семь месяцев спустя предприятие было продано за 1,2 миллиарда долларов, причем выкупающая группа руководства получила более четверти прибыли,

а остальная часть отошла спонсорам венчурного капитала. Государство доли в этой прибыли не получило.

## **Раздел 5: Массовая приватизация**

- Рекомендация 24

### ***Обучение публичных инвесторов***

- ***Вопрос***

Какие шаги должен предпринять ВОА, чтобы предоставить общественности достаточную информацию и понимание процесса массовой приватизации с целью гарантировать участие населения, имеющего право на покупку акций, в качестве инвесторов?

Почему это важно?

Общей целью программ массовой приватизации является максимально быстрая реализация акций продаваемых государственных предприятий представителям общественности как индивидуальным инвесторам. В большинстве стран, в которых введены меры по проведению массовой приватизации, представители общественности прежде не имели или почти не имели опыта в качестве частных собственников. Для того чтобы поддержать в общественности желание выступить в качестве инвесторов, требуется обширная просветительская работа со стороны продавцов и других консультантов относительно процесса, типа и качества предлагаемого капитала, а также относительно значения прав собственности на акции и прав акционеров.

Рекомендация

ВОА должен изучить процесс обучения публики, включая программы общественной осведомленности и механизмы, использованные для предоставления ключевой информации о продаваемых предприятиях, с помощью программ массовой приватизации. ВОА должен удостовериться в том, что и процесс, и качество информации были достаточными для того,

чтобы дать потенциальным инвесторам возможность принять информированное решение.

#### Обоснование данной рекомендации

Диверсификация прав собственности обычно является заявленной целью массовой приватизации. Она направлена на устранение ожидаемого неравенства прав собственности, возникающего из других форм приватизации, в частности, с учетом того, что работники и общественность в целом считали себя частью коллективной структуры собственности бывшей административно-командной экономики. В этой связи программы массовой приватизации стремятся к тому, чтобы включать в себя максимально широкое участие представителей общественности в качестве инвесторов. Однако в обществе может отсутствовать какой-либо значительный опыт частной собственности, и могут иметься лишь незначительные знания о значении и правах долевой собственности. Но успех программ массовой приватизации зачастую оценивается в процентном соотношении участия граждан в качестве инвесторов. Компании по общественному обучению и легкодоступные, объективные данные об инвестиционных возможностях крайне важны для превращения общественности в инвесторов. Однако даже в хорошо развитых рыночных экономиках большинство акций может находиться в собственности институциональных или корпоративных инвесторов. Например, в США, где обеспечен широкий доступ к информации, лишь 22 процента населения имеет в собственности акции и доли в компаниях.

ВОА должен проверить виды, продолжительность, метод распространен или целесообразность сообщений о кампаниях по повышению общественной осведомленности/ общественному обучению, которые применяются для пропаганды инвестиций среди общественности. Кроме того, он должен проверить, была ли предоставлена информация базового уровня по каждому участвующему в программе предприятию, в том числе, надежная информация о финансовых показателях, трудоустройстве,



структуре руководства, а также описание основной продукции и рынков по каждому предприятию. Он должен учитывать риск того, что возможные поступления, прибыль и финансовое положение предприятия были переоценены и что ответственность руководства перед акционерами не была четко определена.

- Рекомендация 25

### ***Посредники***

#### **Вопрос**

Какие шаги должен предпринять ВОА, чтобы изучить, оказалось ли эффективным привлечение посредников?

#### **Почему это важно?**

Поскольку индивидуальным инвесторам не хватает опыта в качестве частных собственников, часто появляются посредники, представляющие большую массу долевой собственности путем создания инвестиционных фондов и трастов. Они играют важнейшую роль в превращении новый вид торговли в такой рынок, на котором поддерживается торговля акциями и существует некоторая ликвидность. Однако одновременно существует риск того, что посредники могут ослаблять или игнорировать важные обязательства корпоративного руководства и могут использовать свои рыночные знания, чтобы воспользоваться неосведомленностью инвесторов.

#### **Рекомендация**

**ВОА должен проверить юридические и законодательные рамки, в которых должны работать посредники массовой приватизации и удостовериться в том, что нормативная база функционирует согласно установленным целям.**

#### **Обоснование данной рекомендации**

Следствием массовой приватизации является создание рыночных посредников, включая инвестиционные фонды, трасты и сеть брокеров и дилеров. Эти группы включают в себя как лиц с реальными знаниями

рыночных механизмов, так и лиц, которые просто создают впечатление осведомленности. Так как инвесторы имеют небольшое количество сведений о своих правах прямых акционеров, им также может не хватать знаний о своих правах при работе с посредниками. Об этом свидетельствуют столь широко распространившиеся схемы пирамид в ряде стран. Результатом этих схем стали серьезные экономические убытки, а также политические и социальные волнения, которые частично обернулись общественными беспорядками. Поэтому для защиты общественности государство обычно устанавливает законодательные рамки для регулирования, как возникновения таких посредников, так и их работы.

Для защиты от риска того, что посредники будут эксплуатировать своих акционеров, правительства стремятся возложить на каждый тип посредника определенные обязательства перед клиентами или акционерами в отношении инвестиционной/дивестиционной политики, раскрытия финансовых показателей (как прямых инвестиций, так и инвестиций в фонд или траст) и участия в корпоративном управлении. ВОА должен проверить, насколько хорошо законодательный орган выполнял свои обязанности по надзору и право применению в этих областях.

- Рекомендация 26

***Процесс продажи***

**Вопрос**

Как ВОА должен оценить прозрачность, эффективность и обоснованность процесса продажи?

**Почему это важно**

Успешная реализация программы массовой приватизации зависит от достаточного спроса и предложения акций, которые стоит покупать. Если процесс продажи не является прозрачным, эффективным и справедливым, руководство продаваемых государственных предприятий или государственные продавцы, контролирующие группы таких предприятий,

могут исключить наиболее привлекательные и жизнеспособные из них из продажи или создать значительные затруднения и задержки процесса. Также если индивидуальные инвесторы не считают, что данный процесс соответствует этим требованиям, они не захотят вкладывать деньги, и приватизация может сорваться.

#### Рекомендация

ВОА должен проверять основные стадии процесса продажи, в том числе, распространение информации, процедуры торгов, включая саму подачу заявок, сбор и проверку, послепродажную регистрацию прав собственности, соблюдение требований корпоративного управления и процедур допуска акций предприятий на фондовый рынок.

#### Обоснование данной рекомендации

Если правительство должно сформировать доверие общественности к своей программе приватизации и с успехом добиться участия в ней как продаваемых предприятий, так и общественности, согласной инвестировать, сам процесс продажи должен рассматриваться всеми сторонами как прозрачный, эффективный и справедливый. Если этот процесс не происходит в должном соответствии этим критериям, последующее участие иностранных инвесторов и многонациональных агентств может быть затруднено.

Конкретные проблемы, с которыми сталкивались продавцы, включают в себя неясности относительно прав собственности на активы, в частности, земельные участки и здания, неадекватную или развивающуюся правовую инфраструктуру, а многочисленные сомнения относительно кредитоспособности предприятий и качества руководства.

Процесс продажи также включает в себя регистрацию прав собственности после продажи. ВОА может быть обязан проверить безупречность реестров акционеров и действие нормативной базы. Также крайне важна способность акционеров покупать и продавать акции предприятия без вмешательства или одобрения руководства (открытая

торговля). Процесс продажи также должен включать в себя предоставление достаточной информации новым инвесторам об их правах акционеров и руководству вновь созданных приватизированных компаний об их обязательствах в отношении корпоративного управления. ВОА также нужно будет изучить, как быстро государственные продавцы завершают процесс.

## **Раздел 6: Аукционы**

- Рекомендация 27

### ***Тендеры***

Вопрос

Как ВОА может удостовериться в справедливом проведении тендеров?

### **Почему это важно**

Должны иметься четкие рекомендации, чтобы убедиться в том, что соответствующая группа участников торгов осведомлена обо всей важной информации относительно аукционного процесса, что участники торгов участвуют добросовестно и что тендер является прозрачным и справедливым.

Рекомендация

ВОА должен изучить методы подготовки предприятий к приватизации, а также сбора и публикации информации по ним. Это включает в себя объявление аукциона, определение и регистрацию участников торгов, расчет исходной предлагаемой цены и любой отправной цены, обеспечение того, чтобы процессы аукционов были четко определены и юридически правильны, проверку честности тендера (в том числе, осведомленность о риске тайного соглашения между участниками торгов), отбор успешного участника торгов и оперативное завершение процесса продажи.

Обоснование данной рекомендации

Проведение конкурсного аукциона начинается с того, что организаторы аукциона используют четкий метод оценки. Стоимость

предприятия или активов обычно основывается на бухгалтерских балансах, причем зачастую при высокой инфляции используется коэффициент. Слишком завышенные начальные цены могут привести к тому, что участники торгов откажутся от участия, что приведет к росту вероятности сговора между участниками торгов.

Важное значение имеют общественная осведомленность и поддержка процесса аукциона. ВОА может проверить, были ли правила проведения аукциона доведены до сведения общественности до даты проведения аукциона. Также должен быть четкий процесс обеспечения предоставления общественности соответствующей информации о продаваемом предприятии или активах, чтобы обеспечить должный уровень юридической экспертизы, проводимой потенциальными участниками торгов в преддверие аукциона. Потенциальные участники торгов зачастую получают существенную информацию через прямой контакт с органом приватизации, но широкая реклама и образовательные кампании, вполне вероятно, расширят базу участников. Организаторы аукционов должны также четко указать, кто может участвовать в аукционах. Например, должны быть даны определения физических лиц и юридических лиц, а также приведены правила иностранного участия.

Конкурс между участниками торгов должен быть прозрачным. Зачастую участники торгов подходят к аукциону с разными целями, например, иностранный инвестор и местные служащие могут иметь различные интересы в приобретении активов. Существует потенциал для споров среди подающих заявки сторон. Спонсоры аукциона должны сохранять объективность в отношении фактов и внешнего представления. Одним из способов для этого является назначение аукционной комиссии. Комиссия может вмешаться, если во время процесса будут выявлены какие-либо недочеты. При наличии аукционной комиссии ВОА должен удостовериться, что комиссия засвидетельствовала подписание протоколов

переговоров и депозит согласованной суммы сделки. Если используются купоны, необходимо проконтролировать уничтожение купонов.

ВОА должен убедиться в том, что комиссия или иные лица, отвечающие за проведение аукциона, совершили шаги, чтобы обеспечить соблюдение участниками торгов любых правил, введенных для защиты аукциона от спекуляций, например, правил, требующих указания данных об участнике торгов.

ВОА должен проверить, была ли всем сторонам предоставлена идентичная информация, были ли четко определены методология и правила подачи предложений, находился ли процесс подачи предложений под контролем организации, не заинтересованной в результате, и был ли сам аукцион открыт для общественности. Если эти требования не будут выполняться, участники торгов и общественность утратят веру в то, что аукцион проводится добросовестно, и скорее всего конкурентоспособная динамика, существенная для аукциона, будет утрачена.

- Рекомендация 28

***Процесс продажи***

**Вопрос**

Какие шаги должен предпринять ВОА, чтобы удостовериться в том, что продажа в форме аукциона ведет к завершению сделки в обмен на согласованную цену покупки?

**Почему это важно**

Процесс продажи начинается с первоначальной регистрации и заканчивается обеспечением соблюдения прав собственности. Процесс регистрации важен, так как дает возможность продавцу ограничить группу участников торгов таким образом, чтобы в нее входили только те, кто, в конце концов, сможет принять на себя юридические права собственности на имущество. На данном этапе к участникам торгов также могут обратиться с просьбой подписать соглашение, которое будет возлагать на них обязанность

соблюдать правила аукциона и которое будет устанавливать штрафные санкции за невыполнение этих положений. Рекомендации по передаче прав собственности должны быть ясны как покупателю, так и спонсору, а также должны поддерживаться законодательством. Есть несколько вопросов, которые необходимо учесть при передаче государственной собственности покупателю после аукциона, в том числе, создание фонда (или особого банковского счета) для получения выручки от аукциона и определения того, как и в каких государственных организациях должны быть размещены поступления.

#### **Рекомендация**

ВОА должен проверять аукционные процедуры регистрации и продажи с начала до конца, в том числе, были ли совершены адекватные поощрительные выплаты успешным участникам торгов за выполнение их обязательств, соответствовала ли передача прав собственности законам и нормативным актам, и были ли разбирательства по разрешению споров между продавцами и покупателями.

#### **Обоснование данной рекомендации**

Желаемый результат аукциона ясен: участник торгов приобретает право собственности на бывшее государственное предприятие или активы после их полной оплаты продавцу. Однако заверченный процесс подачи предложения в аукционе не является эквивалентом продажи, и опыт подсказывает, что без адекватных поощрительных выплат, начиная с первоначальной регистрации, участник торгов может поднять цены выше рыночной стоимости, не имея намерения совершить оплату. Чтобы защитить себя от такого риска, ВОА может проверить, какие были достигнуты договоренности. Например, в некоторых странах каждый из участников торгов обязан депонировать определенную сумму в качестве гарантии. С другой стороны, требование такого депозита может ограничить конкуренцию, если несколько предприятий выставляются на аукцион одновременно. Правила аукциона могут предусматривать, что, если участник

торгов совершит нарушение, он теряет регистрационный сбор, и следующий по размеру заявленной цены участник торгов будет иметь право получить предприятие или активы по этой цене. Эти и другие соответствующие правила и процедуры должны быть объявлены до начала проведения аукциона. Если механизм продажи и завершающие документы не соответствуют требованиям законодательства, сама продажа может считаться недействительной. Это также может вызывать сомнения в способности спонсоров аукциона совершить передачу собственности и снизит доверие инвесторов.

ВОА должен проверить, как был создан и как проверялся аукционный фонд. Необходимо провести оценку распределения поступлений для определения интересов различных заинтересованных лиц. ВОА также должен будет проверить, в какой мере метод аукциона (открытое публичное внесение предложений или запечатанные конверты) максимизировал выручку.

Поддержка покупателей после аукциона имеет большое значение, так как передача не является завершенной до тех пор, пока новый собственник не получил законные права на предприятие или активы. Определение процедур по улаживанию потенциальных конфликтов, например, возникающих между новыми собственниками и предыдущими управляющими, поможет завершить передачу и увеличит общественное доверие к процессу аукциона. Кроме того, должны быть четко определены права новых собственников на перепродажу, чтобы увеличить доверие инвесторов.

## **Раздел 7: Эмиссия**

- Рекомендация 29

### ***Роль продавца***

#### **Вопрос**

О чем должен помнить ВОА при оценке роли продавца в эмиссии?



## **Почему это важно**

Даже в высокоразвитой рыночной экономике с развитыми финансовыми рынками и доступом к иностранным инвесторам эмиссия может быть очень трудновыполнимым обязательством. Правительственная эмиссия зачастую значительно снижает продажи частных акций, и если эмиссия создает новый сектор рынка, это может быть сопряжено с неопределенностью, особенно если предприятие не внушало общественного доверия, находясь в государственной собственности. В таких обстоятельствах продавец сталкивается с противоречивыми рисками. С одной стороны, продавец может снизить цену акций, таким образом, провоцируя уровни спроса, которые не могут быть удовлетворены при дискредитации процесса в глазах общественности, которая увидит, как небольшая группа людей обогащается за счет государства. Противоположный риск заключается в получении столь высокой цены, что инвесторы почувствуют себя обманутыми, так что их желание участвовать в последующих эмиссиях снизится. Именно продавец отвечает за определение стратегии продажи, которая будет учитывать риски и обеспечивать результат, который будет воспринят общественностью как успешный, прокладывая путь последующим эмиссиям.

### **Рекомендация**

ВОА должен проверить, разработал ли продавец тщательным образом стратегию эмиссии, учитывающую среднесрочные и долгосрочные цели приватизации.

### **Обоснование данной рекомендации**

Проведение эмиссии, в частности, в начале национальной программы приватизации, может быть весьма сложным. Может возникнуть неопределенность относительно того, как рынок отреагирует на предложение, и возникнут настоящие трудности в отношении определения цен на акции, в частности, если эмиссия создает новый сектор рынка. Опыт подсказывает, что в начале приватизации продавцу может быть очень сложно

получить хорошую цену за акции, так как инвесторов может интересовать значительная премия. Но опыт также показывает, что после того, как государство продемонстрировало, что акции государственных предприятий могут быть размещены, оно приобретает уверенность и опыт и может заключать все более выгодные для налогоплательщиков сделки, все еще предоставляя инвесторам хорошие деловые возможности. ВОА должен проверить, насколько успешно продавцы основывались на этом опыте при разработке стратегий успешной эмиссии.

- Рекомендация 30

#### ***Управление эмиссией со стороны продавца***

- ***Вопрос***

Как ВОА должен оценивать управление эмиссией со стороны продавца?

#### **Почему это важно**

Наличие тщательно продуманной стратегии является первым существенным шагом к обеспечению успешной эмиссии. Второй шаг – претворение этой стратегии в жизнь путем эффективного проведения продажи. От этого будет зависеть, в частности, получит ли государство максимальный чистый доход от продажи после достижения других целей, например, расширение долевой собственности, размещение акций до установленного срока и создание впечатления успешности. Существует множество методов проведения эмиссии, и нет ни одного общепринятого правила. Так, в некоторых случаях продажа акций в несколько этапов, скорее всего, будет выгодной, например, если существует неясность относительно того, как рынок капитала может оценить предприятие. Опыт в продажах первого транша акций должен дать возможность продавцу определить цену второго выпуска более точно.

#### **Рекомендация**

ВОА должен проверить, насколько эффективно продавец проводил эмиссию с учетом целей, а также основание любых расхождений между ценой, по которой акции были проданы, включая любые целевые премии, и ценой, по которой акции продавались на вторичном рынке.

### **Обоснование данной рекомендации**

Компетентное руководство продаж со стороны продавцом может значительно увеличить чистые доходы от эмиссии. Количество факторов, которые продавец должен рассмотреть, велико, и влияние таких факторов может меняться в зависимости от эмиссии. ВОА должен будет выделить все ключевые аспекты руководства продаж со стороны продавца и рассмотреть их в ходе изучения. Например, была ли назначенная стоимость акций принята всеми соответствующими сторонами, например, через формирование заказов (рекомендации 31 и 35), или имело место расхождение во мнениях?

Многоэтапный подход к продаже может снизить риск образования неправильной первоначальной цены, так как опыт показывает, что с учетом предрасположенности государства занижать цену акций поэтапная продажа акций может со временем принести гораздо большую выручку. В одном случае все акции были проданы разом. Цена на них была сильно занижена, и соответствующий правительственный департамент потерял большое количество стоимости. В департаменте поняли, что будут подвергнуты критике со стороны ВОА и парламента. В результате этого в двух последующих крупных эмиссиях они решили первоначально продать лишь 60 процентов акций.

Если акции продаются в несколько этапов, ВОА должен проверить, учел ли продавец всю имеющуюся информацию о перспективах компании после первого выпуска акций и учел ли он ее в отношении сроков, цен и объема последующих выпусков. В двух эмиссиях, указанных выше, когда первоначально было продано лишь 60 процентов акций, продавец в последствии продал остальные 40 процентов акций в рамках нескольких

хорошо продуманных продаж, что в общей сложности дало налогоплательщику эквивалент в размере дополнительных 3,5 миллиардов долларов выручки.

- Рекомендация 31

### ***Гарантированное размещение***

#### **Вопрос**

Как ВОА должен оценить использование гарантированного размещения при эмиссии?

#### **Почему это важно**

Гарантированное размещение традиционно играло ключевую роль в продаже акций, будь то при публичном или частном предложении. Главные финансовые консультанты продавца собирали группу андеррайтеров, обычно инвестиционные банки, которые соглашались в обмен на вознаграждение (комиссионные за гарантированное размещение) подписаться на предложение, то есть они обещали купить какие-либо акции, не приобретенные рынком. Андеррайтеры зачастую сами определяли цену предложения, так как не соглашались подписываться на предложение, если не были довольны ценой. Традиционно андеррайтеры отвергают риск, так что продавец может заплатить двойную цену: сами комиссионные, которые могут рассматриваться как страховая премия, плюс поступления, от которых андеррайтер отказался, так как не желает принять реальный риск.

Однако во многих случаях государство, как продавец, может принять на себя такой риск и снизить расходы на эмиссию. При этом становится все более обычной практикой распределять гарантированное размещение. Опыт подсказывает, что отказ от услуг андеррайтера не оказывал неблагоприятного влияния на маркетинг акций, и эмиссии за счет этого имели более высокую выручку.

#### **Рекомендация**

Обычно правительства с большей готовностью принимают риски. Однако если на выпуск имелось гарантированное размещение, ВОА должен проверить причины и каково было влияние чистых поступлений от продажи.

#### Обоснование данной рекомендации

Так как продавцы приобрели большой опыт проведения эмиссий, они определили альтернативные методы гарантированного размещения для содействия в определении цены акций на уровне, на котором достигается значительная вероятность того, что все предлагаемые акции будут проданы при одновременных максимальных поступлениях. Такие альтернативные методы включают в себя убеждение институциональных инвесторов и банки, чтобы они указали до определения цены предложения, какое количество акций они купят по различным ценам (формирование заказов). ВОА должен выяснить, изучил ли продавец все возможные методы для того, чтобы избежать или, по меньшей мере, сократить расходы по гарантированному размещению, при этом получая удовлетворительный результат продажи.

- Рекомендация 32

#### ***Поощрительные выплаты руководству и сотрудникам***

##### Вопрос

Как ВОА должен оценить размещение поощрительных выплат, таких как акции или опционы акций, в пользу руководства и сотрудников в рамках эмиссии?

##### Почему это важно

При любой приватизации полезно заручиться содействием руководства предприятия, его сотрудников и представителей их профсоюза. Успех предприятия в частных руках, скорее всего, будет зависеть в большой степени от их доброй воли и усилий. При этом многие сотрудники могут бояться за свои рабочие места. Размещение части акций, либо бесплатно, либо по сниженной цене, может обеспечивать поощрительные выплаты за сотрудничество. Продавец должен соблюдать баланс между предоставлением такой поощрительной выплаты сотрудникам и

максимизацией поступлений от продажи для государства, не забывая также о том, что такое решение по любой конкретной эмиссии может стать прецедентом. Особенно важно удостовериться в том, что действующее руководство предприятия не оказывают неподобающего влияния на решения относительно опционов акций, размещаемых ими себе самим.

#### **Рекомендация**

ВОА должен изучить, какие поощрительные выплаты, например, акции, размещаемые на льготных условиях, были предоставлены руководству и служащим, как были сбалансированы их интересы по отношению к интересам других инвесторов приватизируемой компании и интересам государства, и были ли условия, на которых такие привилегированные размещения предлагались, в частности, в пользу руководителей предприятия, заблаговременно доведены до сведения общественности.

#### **Обоснование данной рекомендации**

Для достижения наилучших результатов от предложения акций или опционов акций продавец должен сбалансировать конкретные требования по данному вопросу и необходимость сохранить такие основные принципы, как справедливость (среди различных групп служащих), экономия и однородность (между эмиссиями).

Предоставление акций и опционов акций может быть деликатным вопросом и вызывать общественный интерес и противоречивые мнения. Поэтому добросовестной практикой для продавца является публичное заявление до внесения предложения, какие группы руководства и сотрудников будут иметь право на определенные поощрительные выплаты, включая распределение акций (сумма, стоимость, цена или иные поощрительные выплаты). При этом, в то время как предоставление таких опционов может снижать сопротивление приватизации со стороны служащих, неверно спланированная программа распределения, например, та, которая рассматривалась как слишком выгодная для действующего высшего

руководства, может иметь противоположный эффект. Руководство предприятия может, например, стремиться к введению таких поощрительных выплат в связи с их весьма вероятным положительным влиянием на мотивацию сотрудников после продажи, причем в этом случае следует подумать о том, будут ли расходы вообще приходиться на продавца. Раскрытие является важным элементом обеспечения общественного доверия к процессу. Таким образом, ВОА должен отслеживать выполнение таких программ и проверять соблюдение последовательности, были ли достигнуты цели предоставления поощрительных выплат, и были ли интересы руководства и сотрудников уравновешены интересами инвесторов и налогоплательщиков.

- Рекомендация 33

### ***Привлечение потенциальных инвесторов***

#### **Вопрос**

Какие пункты должен рассмотреть ВОА при изучении того, как продавец привлекал потенциальных инвесторов к покупке акций?

#### **Почему это важно**

Успех эмиссии зависит от того, что продавец должен определить и поддерживать интерес среди наиболее подходящих групп инвесторов в отношении конкретных целей эмиссии. Потенциальные инвесторы будут включать в себя физических лиц и институциональных инвесторов, как внутри страны, так и за рубежом. Важно определить сегменты внутреннего и иностранного рынка, которые должны проявить максимальный интерес к эмиссии. Если продавец сумеет создать конкурентное напряжение среди различных групп потенциальных инвесторов, он, скорее всего, сможет продать акции по хорошей цене. А в долгосрочной перспективе успех зависит от выявления такого рода инвесторов, которые, скорее всего, останутся владельцами акций, и от обеспечения широкого распространения и планомерной торговли на вторичном рынке. Также, чем более рассеянными

являются права собственности на акции, тем больше вероятность общественной поддержки в отношении программы приватизации.

### **Рекомендация**

**ВОА должен изучить, насколько успешно продавец определил рынок для акций и стимулировал конкуренцию между различными группами инвесторов.**

### **Обоснование данной рекомендации**

Продавец должен оценить, может ли местный рынок капитала принять весь выпуск. Если нет, ему придется продать, по крайней мере, часть предложения на внешнем рынке. Если одной из целей эмиссии является расширение, прямое или косвенное, прав собственности на акции среди физических лиц, продавец должен изучить, какая часть должна быть распределена таким образом, с помощью, например, бесплатных премиальных акций или предоставления особых условий (например, оплата в рассрочку), предназначенных для привлечения физических лиц в качестве инвесторов.

Если инвесторам – физическим лицам предлагаются особые льготы, может быть полезным предусмотреть дальнейшие поощрительные выплаты (например, сниженные ставки за оказанные предприятием услуги), чтобы убедить таких покупателей остаться владельцами акций. Но, разумеется, убеждение физических лиц купить акции может иметь обратный эффект при снижении стоимости акций.

Независимо от того, желает ли продавец расширить долевое участие физических лиц, успешная эмиссия показывает, что для получения максимальной цены желательно создать конкурентное напряжение между институциональными и индивидуальными инвесторами. Институциональные инвесторы, например, могут получить информацию о том, что если они не выдвинут достаточно агрессивное требование во время формирования заказов, физические лица получат больше акций.



Привлечение крупных корпоративных инвесторов может быть достигнуто с помощью метода отраслевой продажи, но таких инвесторов также можно привлечь к участию в эмиссиях. Привлечение нужных инвесторов и широкое распространение акций может повлиять на успех конкретной эмиссии, а также последующих эмиссий. Использование особых поощрительных выплат для привлечения конкретных групп инвесторов должно быть внимательно изучено ВОА.

- **Рекомендация 34**

***Розничный рынок***

**Вопрос**

Как ВОА должен оценить эффективность розничного рынка при эмиссии?

**Почему это важно**

При эмиссии, нацеленной на инвесторов – физических лиц (розничный рынок), эффективный маркетинг является ключом к получению высокой цены, а также необходим, если продавец преследует цели, связанные с расширением или углублением долевого участия.

**Рекомендация**

**ВОА должен изучить, была ли у продавца стратегия маркетинга акций инвесторам – физическим лицам, соответствовала ли эта стратегия целям продажи и насколько эффективно эта стратегия претворялась в жизнь.**

**Обоснование данной рекомендации**

Может быть множество причин, по которым продавцы желают продвигать интересы среди розничных инвесторов в ходе эмиссии. Среди них увеличение акционерного участия физических лиц в предприятиях, завоевание общественного признания приватизации как процесса, подключение источника средств в дополнение к средствам,

предоставляемым финансовыми учреждениями, и обеспечение источника конкурентного напряжения при определении цены акций.

Формулирование и фиксация стратегии является добросовестной практикой маркетинга, и ВОА должен иметь возможность увидеть, насколько стратегия была реализована на практике. Анализ маркетинговой стратегии продавца должен включать в себя мотивы поиска розничных инвесторов.

Вполне может возникнуть конкуренция между некоторыми целями продажи продавца и целями маркетинга. Например, цель продвинуть долевое участие может указывать на установление низкой цены акций, чтобы новые розничные акционеры имели незамедлительный удовлетворительный результат своих инвестиций. Такая цель может конкурировать с получением максимальной цены. Но привлечение розничных инвесторов не обязательно означает, что ценовая цель будет исключена. Розничный спрос может продвигаться в качестве эффективного средства для того, чтобы оказывать конкурентное давление на институциональных инвесторов, что будет вести к появлению более высоких цен на акции, чем это было бы при отсутствии розничного спроса. Маркетинг может включать в себя предоставление розничным инвесторам поощрительных выплат для покупки акций, недоступных для крупных инвесторов. ВОА должен проверить, контролируются ли расходы по таким поощрительным выплатами и являются ли они обоснованными в отношении целей маркетинга. Например, может быть необоснованным предоставление существенных поощрительных выплат, если единственной целью продвижения розничного интереса является поиск компетентных частных инвесторов, готовых представить предложение по большому числу акций.

Обычно существуют строгие законодательные ограничения относительно информации, предоставляемой потенциальным инвесторам в ходе эмиссии. ВОА должен проверить, удостоверился ли продавец в том, что маркетинговая кампания соответствовала таким требованиям.

- Рекомендация 35

### ***Формирование цены акций***

#### **Вопрос**

Каковы ключевые вопросы, которые ВОА должен рассмотреть при изучении того, как формировалась цена акций при эмиссии?

#### **Почему это важно**

Существует риск того, что неопределенность рынка в сочетании с необходимостью обеспечить успешную продажу, зачастую в рамках плотного графика приводит к занижению цены на акции, что в свою очередь вызывает значительное превышение подписки и разочарование инвесторов, а также потерю выручки продавца.

#### **Рекомендация**

ВОА должен изучить, какие шаги предпринял продавец для установления вероятного спроса при различных ценах, и в какой степени в обстоятельствах конкретной продажи учитывались передовые практики при принятии решения относительно размера выпуска и цены продажи.

Увеличение цены акций после продажи в значительной степени сверх какого-либо движения вверх в отношении цены на акции вообще может отражать отсутствие конкурентного предложения по продаже или занижении цены продавцом, или же и то, и другое. При эмиссии продавец, скорее всего, будет преследовать несколько конкурирующих целей, которые будут влиять на принятие решения относительно цены. Например, продавец может иметь желание получить максимальную выручку, но также может намереваться завершить продажу к заявленному сроку или стараться расширить и углубить долевое участие физических лиц. Однако наличие конкурирующих целей не является оправданием для продавца, чтобы не пытаться получить высокое вознаграждение за предприятие.

Получив опыт, продавцы стали все более успешными в выработке все более сложных методов создания конкурентного напряжения между

физическими лицами, институциональными и иностранными инвесторами, и в обеспечении вероятных сильных сторон спроса при различных ценах, что ведет к установлению цен, при которых поступления, скорее всего, будут максимальными. Среди таких методов формирование заказов, в которых цены на акции определяются в конце периода предложения на основании конкурентного предложения инвесторов, которые должны указать, сколько акций они готовы будут приобрести по различным ценам. В конце процесса может быть определена цена, которая будет учитывать и спрос инвестора, и общие движения на фондовом рынке вплоть до завершения эмиссии. Данная ситуация представляет собой противоположность ситуации, при которой акции продаются посредникам в целях последующей продажи по подписной цене инвесторам, при этом нет четкого указания на спрос при различных ценах со стороны инвесторов. При таких обстоятельствах существует значительный риск того, что выручка не будет максимальной (рекомендация 31).

Даже если продавец воспользуется наилучшим из имеющихся советов и лучшими методами, пытаясь сформировать цену на акции, таким образом, который должен привести к максимальной выручке, сравнимой с другими целями, вероятно, это будет невозможно сделать с полной уверенностью, например, при отсутствии существующего рынка. Это стало фактором серьезного занижения цены при нескольких крупных эмиссиях. В обстоятельствах неопределенности для продавца может быть более целесообразно продать акции в несколько этапов (рекомендация 30).

- Рекомендация 36

### ***Размещение акций***

#### **Вопрос**

Что должен изучить БОА при проверке размещения акций инвесторам продавцом?

#### **Почему это важно**

Для обеспечения максимально возможной цены за акции продавец должен создать конкурентное напряжение между различными группами потенциальных инвесторов. Одним из способов, как продавец может это сделать, является объявление о политике размещения до продажи, что подразумевает ограниченное число предлагаемых акций. Также это может помочь создать некоторое конкурентное напряжение для объявления политики размещения акций, по всей видимости, долгосрочным инвесторам, так как это может снизить ожидаемый риск того, что акции будут проданы с небольшой прибылью сразу же после покупки.

Если тщательное управление процессом размещения не осуществляется, а инвесторы при этом вообще не будут считать последующее размещение акций справедливым, существует риск того, что пострадает репутация продавца, что окажет негативное влияние на будущие продажи.

#### Рекомендация

ВОА должен проверить, сохранил ли продавец контроль над распределением акций, каковы были критерии распределения, применил ли продавец эти критерии и совершались ли распределения на безупречной и систематической основе и в соответствии с этими критериями.

#### Обоснование данной рекомендации

Продавец должен различать три основных группы потенциальных инвесторов при эмиссии: институциональные, индивидуальные и иностранные. Политика распределения зависит от целей продажи продавца. Например, продажа физическим лицам значительных пакетов акций, предоставляемых в рамках некоторых крупных приватизаций, может быть ключевым аспектом политики правительства по расширению долевого участия. Усилия по привлечению инвесторов – физических лиц может быть существенной чертой очень крупных эмиссий для поддержания реалистичных предложений со стороны институциональных инвесторов (конкурентное напряжение). Продавцы будут стараться обеспечить, чтобы

подписка превысила предложение, чтобы достичь максимально возможной цены.

При таких обстоятельствах некоторые инвесторы не получают все или даже некоторые акции, по которым они подавали предложения, и продавцы должны будут заранее, до продажи четко сформулировать свою политику размещения, чтобы обеспечить понимание инвесторами основных принципов размещения акций.

- Рекомендация 37

***Стабилизация рынка***

Вопрос

Что должен учесть ВОА, если решит проверить какие-либо мероприятия по стабилизации рыночной цены на вновь выпущенные акции после эмиссии или вторичной продажи акций?

Почему это важно

Если продавец не сможет убедить рынок в том, что цены вряд ли упадут после эмиссии или крупной вторичной продажи акций, трудно будет получить максимальную цену при продаже акций.

Рекомендация

ВОА должен установить результаты любых мероприятий по стабилизации рынка, а также то, какое значение продавец придавал различным имеющимся возможностям стабилизации рынка, в сочетании с правилами регулирования рынка, как были профинансированы какие-либо стабилизационные мероприятия и как разделялись риски и прибыль/убытки от продаж.

Обоснование данной рекомендации

Мероприятия по стабилизации рынка проводились при крупных продажах акций, в том числе, глобальные общественные предложения, в сочетании с такими методами, как формирование заказов (см. рекомендацию 33). Это происходит потому, что в ответ на предложение более высокой цены

за акции, чем могло бы быть в ином случае, компании-инвесторы, многие из которых могут иметь важнейшее значение для экономики, захотят убедиться в том, что такая цена не упадет на непосредственном вторичном рынке.

Хотя риск развернутой продажи, приводящей к падению цены на акции после приватизации, может быть снижен путем размещения акций долгосрочным инвесторам, инвесторам необходимо предоставить дальнейшее заверение в стабильности вторичного рынка, если будут применены стабилизационные механизмы, которые дадут возможность продавцу или агенту приобрести долю вновь выпущенных акций на фондовом рынке по предложенной продавцом цене в течение определенного периода после продажи. Разумеется, такие меры должны соответствовать требованиям фондового рынка и прочим юридическим требованиям, чтобы продавец смог избежать риска обвинения в том, что на рынке была совершена фальсификация. В рамках нескольких крупных продаж такие меры имели довольно положительный эффект и способствовали получению максимальной цены на акции. Однако в одном случае продавцы оставались владельцами некоторых акций, которые намеревались продать, снизив, таким образом, свои непосредственные поступления от продажи, но позднее они смогли продать акции с приличными премиальными.

Механизмы стабилизации могут включать в себя несколько возможностей. Например, учреждение, совершающее продажу от имени продавца (известное как глобальный координатор), иногда в сотрудничестве с возглавляемым им синдикатом финансовых посредников может обязаться поддержать цену выпуска на вторичном рынке в обмен на долю предложения. Можно привести еще один пример, когда глобальный координатор имеет право, но не обязан, приобрести дополнительные акции у продавца по цене предложения, в течение, скажем, 30 дней после даты размещения акций.

## **Раздел 8: Расходы по продаже**

- Рекомендация 38

### ***Назначение внешних подрядчиков***

#### **Вопрос**

О каких факторах затрат/выгод должен помнить ВОА при оценке того, как продавец назначал внешних консультантов/подрядчиков по продаже?

#### **Почему это важно**

При проведении продажи продавцам, скорее всего, понадобится консультация привлеченных специалистов. Она будет дорогостоящей как в абсолютном измерении, так и в процентной доле от выручки. Список консультантов может быть длинным и, скорее всего, будет включать в себя ведущих финансовых консультантов, юридических консультантов, банкиров, бухгалтеров, глобальных координаторов при крупных предложениях акций, издателей и специалистов по маркетингу. Поэтому продавцы должны четко указать, какая экспертная консультация им требуется, и привести эту спецификацию в контракте с привлеченным консультантом. Чтобы получить максимальную прибыль и продемонстрировать, что подрядчик был выбран должным образом, продавцу рекомендуется выбирать каждого подрядчика с помощью конкурсной процедуры.

#### **Рекомендация**

**ВОА должен оценить то, насколько тщательно продавец определил, какая экспертная консультация со стороны подрядчиков ему требуется, и выбрал ли продавец этих консультантов в рамках конкурсной процедуры с учетом цены и качества.**

**В случаях, когда конкуренции не было или она была ограничена, ВОА должен оценить, есть ли у продавца обоснование исключительного вознаграждения для оправдания назначений, совершенных в отсутствие конкуренции.**

#### **Обоснование данной рекомендации**



Является общей добросовестной практикой выбирать внешних подрядчиков на условиях конкурсной процедуры. Эффективная конкуренция принудит внешних экспертов участвовать в тендере по минимальной цене. Также она вероятнее всего сосредоточит внимание потенциальных внешних консультантов на определении наилучшего способа достижения целей продажи, что даст возможность продавцам углубить понимание своих нужд и заострит их решения о назначении. А процесс конкуренции поможет защитить продавцов от обвинений в отдании предпочтения при таких назначениях. В одном примере консультационные контракты на сумму эквивалентную 6 миллионам долларов США были предоставлены без конкуренции компании, в которой один из директоров продавца ранее являлся основным партнером. Однако если консультационных назначений без конкуренции не избежать, продавцы должны продемонстрировать, как они пытались смягчить такие недостатки, в частности, в ходе переговоров о цене.

Продавцы в целом будут пользоваться преимуществами от достаточно глубокого исследования своих потребностей при широком спектре потенциальных консультантов до их назначения. Наибольшие преимущества зачастую возникают при продажах, при которых высококачественные финансовые, юридические и маркетинговые навыки имеют явное положительное влияние на выручку или в которых имеются сложные технические вопросы, которые необходимо решить при выведении предприятия на рынок.

При оценке качества консультации по предложению продавца должны проверить историю потенциальных подрядчиков, в том числе их знание соответствующих процессов продажи и разработали ли они успешно соответствующие методы продаж с положительным эффектом для продавцов. Это, в частности, может быть важно в отношении выбора ведущих финансовых консультантов; например, успешно ли они продавали предприятия потенциальным инвесторам по хорошей цене и свели ли они к

минимуму поощрительную выплату и другие расходы, такие как комиссионные от продажи, публикация и реклама?

- Рекомендация 39

### ***Определение и контроль бюджетов для внешних подрядчиков***

#### **Вопрос**

Как ВОА должен оценить, составил ли продавец удачный бюджет и контролировал ли он расходы на внешних подрядчиков?

#### **Почему это важно**

Приватизация, в частности, крупные эмиссии и комплексные отраслевые продажи, скорее всего, потребуют скоординированного планирования и дисциплинированного руководства проектами со стороны продавцов и их внешних консультантов. Могут возникнуть непредвиденные проблемы, которые требуют изменений в планах, ведущих к росту давления на расходы. После выбора внешних подрядчиков и определения стратегии продажи продавцы должны будут управлять расходами по претворению этой стратегии в жизнь на основании обдуманых процедур контроля бюджета.

#### **Рекомендация**

ВОА должен оценить, должным ли образом продавец установил бюджеты по контрактам на основании тщательного планирования, сопоставил ли результаты с бюджетами, в соответствии с продвижением к достижению целей продажи, успешно ли провел переговоры с внешними консультантами о каких-либо изменениях в бюджете, возникающих из непредвиденных событий, и обеспечил ли, чтобы любые особые составляющие, например, комиссионные в случае успеха, выплачиваемые ведущим финансовым консультантам, представляли наилучшее соотношение цены и качества.

#### **Обоснование данной рекомендации**

Консультационные расходы могут быть значительными и требовать от руководства и руководителей продавцов обеспечивать наилучшее соотношение цены и качества.

Поэтому бюджет должен быть связан с договоренностями с подрядчиками и рабочими планами. В одном случае продавец понес расходы, значительно превышающие бюджетные, так как информация, предоставленная отчитывающимся бухгалтерам, была в значительной степени неполной, и бухгалтерам пришлось проделать значительно больший объем работы, чем планировалось. Платежи подрядчикам должны соответствовать контрактным договоренностям и должны совершаться по ставкам, одобренным при назначении. Платежи должны учитывать любые особые договоренности, например, относящиеся к изменениям контракта, возникающим в связи с непредвиденными обстоятельствами. Результаты должны периодически пересматриваться на основании бюджетного планирования назначенным держателем бюджета.

Продавцы не всегда ставят на первое место контроль контрактных расходов. Так зачастую происходит, если подрядчик получает оплату по часовой или дневной ставке, без какого-либо максимального или общего гонорара. Это увеличивает риск неожиданных лишних трат, что может быть сопряжено с ошибкой в отношении тщательного составления и контроля бюджетов. ВОА должен проверить, превысили ли в конечном итоге платежи подрядчику первоначальные оценки. Это может поставить под вопрос адекватность составления бюджета и разумность мер продавца, направленных на мониторинг затрат подрядчика. Если подрядчик запрашивает расходы более высокие, чем ожидалось, ВОА должен проверить, пытался ли продавец минимизировать какие-либо дополнительные платежи, например, пытаясь оговорить более низкие ставки комиссионных или установить максимальные комиссионные при продлении контракта.

Иногда контракты, например, с ведущими финансовыми консультантами и содержат положение о выплате комиссионных при успешном совершении продажи. Следует обратить особое внимание на те случаи, когда премия за успешное выполнение основана на сумме, на

которую выручка от приватизации превосходит базовую оценку, в частности, если эта базовая оценка была установлена самими ведущими финансовыми консультантами. В таких случаях ВОА должен проверить, организовал ли продавец проверку базовой оценки независимым, уважаемым экспертом.

- Рекомендация 40

### ***Методологии количественного определения общих расходов***

#### **Вопрос**

Как ВОА должен определить количество и отчитаться о расходах, понесенных продавцом при проведении и приватизации?

#### **Почему это важно**

Расходы, понесенные продавцом при проведении приватизации, могут составлять значительную долю совокупной выручки от продажи и должны контролироваться продавцом, который за них отвечает. Если методы, применяемые ВОА по оценке расходов на проведение приватизации, не являются надежными и сопоставимыми, финансовые осложнения при различных направлениях работы не могут быть оценены с достаточной долей точности. Предоставление ВОА соответствующей и прозрачной информации о расходах продавца при проведении и приватизации важно для следующего:

- цели текущей отчетности, так как большое количество акционеров будет заинтересовано в оценке ВОА того, как продавец провел продажу зачастую высококлассных и экономически важных активов
- будущие цели формирования общественной политики, например, можно ли ожидать, что в будущем приватизация даст расчетные финансовые результаты с учетом расходов по продажам
- будущее руководство процессов продажи, например, контроль размера комиссионных при международных продажах по первоначальным публичным предложениям
- обеспечение заверения в том, что расходы по продаже были обоснованными при сравнении с уровнем поступлений, и

- проведение оценки результата продажи с учетом количественно определяемых и не определяемых преимуществ.

### **Рекомендация**

**ВОА должен постараться идентифицировать, проанализировать и сообщить о расходах, непосредственно связанных с фактическим процессом продажи.**

### **Обоснование данной рекомендации**

ВОА обычно должен отчитаться об общественных ресурсах, используемых для совершения продажи и для того, чтобы предложить улучшения в административном процессе, чтобы максимально увеличить чистую отдачу от будущих продаж. Важным элементом является применение ВОА соответствующей методологии определения расходов. Однако определение расходов, непосредственно связанных с продажей, редко бывает прямолинейным. Зачастую требуются качественные суждения ВОА с учетом проблем, связанных с отделением фактических расходов на продажу от других форм издержек, связанных, например, с реструктуризацией предприятия. Но если расходы по проведению приватизации не могут быть определены точно, это может ограничить способность ВОА определить, были ли достигнуты основные цели продажи. При проведении анализа ВОА должен учесть: получение сведений об отношениях между различными формами расходов, сопряженных с проведением продажи, в том числе, какие-либо сопряженные расходы по реструктуризации; установление критериев по определению того, относятся ли расходы напрямую к продаже, например, оплата комиссионных в случае успеха консультантам продавца; оценка всех соответствующих расходов, связанных с процессом продажи для определения того, могут ли расходы, связь которых с какой-либо одной деятельностью не может быть прослежена, относиться к процессу продажи; расчет и сравнение расходов по продаже с поступлениями от продажи; и изучение того, предусматривает ли такой уровень расходов денежное

вознаграждение, сравнимое с расходами по другому варианту, например, ничего не делать или закрыть предприятие.

### Глоссарий

Вторичный рынок	Период после начала торговли акциями, вновь выпущенными на фондовый рынок
Распределение	Метод, в рамках которого акции разделяются между инвесторами в рамках эмиссии или вторичной продажи акций
Активы	Любое имущество, физическое или иное, включая интеллектуальную собственность, находящееся в собственности предприятия
Аукцион	Публичная продажа, на которой предприятия продаются лицу, сделавшему самое высокое предложение цены
Контрольная оценка	Предпродажная оценка предприятия, проведенная продавцом или от его имени
Формирование заказов	Указание инвесторами количества акций по различным ценам, по которым они готовы совершить покупку
Предприятие	Компания, частная компания, товарищество или физическое лицо, осуществляющее коммерческую или производственную деятельность
Рынок капитала	Рынок, например, на фондовой бирже, через который приобретаются инвестиционные средства. Потенциальный участник торгов зачастую должен получить финансовую поддержку на рынке капитала, прежде чем сделать крупное предложение по

	приватизации
Условие возврата	Положения договора купли-продажи, обычно ограниченные по сроку, которые дают возможность продавцу получать при определенных обстоятельствах долю в какой-либо последующей прибыли, извлекаемой покупателем после продажи, например, после отчуждения или предполагаемого отчуждения излишней земли или иных активов, или если покупатель продает предприятие
Административно-командная экономика	Экономика, в которой наиболее важные финансовые и промышленные интересы контролируются государством
Коммерциализация	Процесс, при котором государственное предприятие ставится на основу, более ориентированную на рынок, оставаясь полностью или частично в государственном секторе
Конкурентное напряжение	Процесс, при котором наличие двух или более конкурентных предложений может привести к тому, что продавец извлечет выгоду в форме более высоких поступлений по причине конкуренции между этими предложениями
Привлечение подрядчика	Процесс, обычно после завершения, при котором вместо продолжения предоставления услуги правительственный орган платит частному поставщику услуг за оказание услуги
Корпоративное руководство	Система управления предприятиями, включая ответственность руководителей предприятия за должное и честное управление
Фактор	Средство расчета текущей стоимости будущих

дисконтирования	расходов и доходов
Уменьшение размера	Уменьшение потребности предприятия в кадрах, которое может произойти после приватизации по различным причинам, например, в ответ на конкурентное давление или для увеличения прибыльности предприятия для его новых собственников, путем сокращения расходов
Юридическая экспертиза	Процесс, при котором участники торгов проверяют, являются ли факты и предпосылки, заявленные на момент подачи предложений, точными на момент завершения сделки
Акционерный капитал	Часть капитала компании, принадлежащая акционерам
Эмиссия	Продажа физическим лицам, финансовым учреждениям или предприятиям частного сектора акций, которые потом можно продать на рынке
Глобальные координаторы	Финансовые учреждения, которые координируют маркетинг международной продажи акций
Гарантии неприкосновенности	Условия продажи, на которых продавец согласен оплатить расходы, понесенные покупателем, при наступлении определенных событий, указанных в этих условиях
Посредники	Агенты – компании и физические лица, – представляющие интересы и выступающие от лица индивидуальных инвесторов в приватизированных предприятиях
Обязательства	Расходы, которые могут быть понесены после продажи, и либо переводятся покупателю, либо передаются в пользу государства



Выкуп руководством и сотрудниками	Продажа предприятия его руководству и/или сотрудникам с предоставлением им контроля будущим руководством
Рыночная экономика	Экономика, в которой ключевые элементы финансовых и промышленных секторов находятся в собственности частных компаний, а не государства
Маркетинг	Процесс, при котором продавец привлекает интерес участника торгов/ инвестора к продаже
Стабилизация рынка	Процесс, при котором в течение определенного периода после эмиссии или вторичной продажи акций правительство поддерживает цену выпуска
Массовая приватизация	<p>Мероприятия различаются в различных странах, так что единого определения нет.</p> <p>Однако в широком смысле термин связан с программой широкомасштабной приватизации, которая может включать в себя широкое участие общественности в качестве инвесторов, и зачастую входит в состав быстрого движения от административно-командной экономики к экономике, в большей степени ориентированной на рынок</p>
Смешанная экономика	Экономика, при которой права собственности на некоторые ключевые элементы финансового и промышленного секторов принадлежат государству, а другие ключевые элементы находятся в частных руках
Осуществление финансового аудита	Независимое исследование того, насколько экономически эффективно подвергающийся финансовому аудиту орган выполнил свои задачи

Привилегированный участник торгов	Участник торгов, избранный продавцом как сторона, которой он намеревается продать предприятие, при условии завершения переговоров и проведения юридических процедур
Премия	Сумма, на которую цена на вновь выпущенные акции на фондовой бирже превышает цену акций при выпуске
Приватизация	Передача центральным или местным правительством предприятия и его активов из государственной в частную собственность
Правило	Система, в рамках которой государство реализует контроль или оказывает влияние, например, на применение монопольной власти, либо непосредственно, либо через государственный орган, действующий независимо от правительства
Остаточное управление	Осуществление государством управление какими-либо остаточными обязанностями или обязательствами после продажи предприятия
Реструктуризация	Процесс, при котором продавец подготавливает предприятие к продаже
Розничный рынок	Рынок физических лиц, инвестирующих в эмиссию
Комиссионные за успех	Комиссионные, взимаемые консультантами за консультацию, размер которых зависит от завершения сделки
Налогоплательщики	Граждане страны, налоги которых были инвестированы в государственные предприятия
Отраслевая продажа	Прямая продажа предприятия, находящегося в собственности государства, другому предприятию. Сюда входят совместные предприятия и частичные

	продажи
Продажа траншами	Продажа предприятия частями при эмиссии
Андеррайтеры	Финансовые учреждения, которые согласились заранее за вознаграждение купить непроданные при эмиссии акции
Продавец	Юридическое лицо, представляющее государство, которое имеет в собственности предприятие, приватизация которого подвергается финансовому аудиту.
Ваучер	Документ, который может быть обменян на акции приватизированного предприятия или на акции фонда, который владеет акциями приватизированного предприятия
Гарантии	Положения в договоре купли-продажи, в которых продавец гарантирует покупателю определенные характеристики продаваемого предприятия