

«НОВЫЙ ЭТАП ПРИВАТИЗАЦИИ: ПОДХОДЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ». КРУГЛЫЙ СТОЛ

Круглый стол, организованный ИГМУ ГУ-ВШЭ, состоялся 13 октября 2010 г. Целью экспертного обсуждения было определить предпочтения представителей бизнеса в вопросах приватизации: что? как? кому и когда продавать?

На обсуждение были вынесены следующие вопросы:

1. Приоритеты и ожидания от приватизации:
 - задачи модернизации экономики и приватизация;
 - ожидания различных групп интересов от очередного этапа приватизации, предпочтения по кругу приватизируемых объектов, предпочтения по применяемым способам приватизации;
 - изменение нормативного правового регулирования процесса приватизации, какие механизмы должны быть сформированы, какие нормативные ограничения сняты для обеспечения прозрачности процесса приватизации, увеличения стоимости продаваемых объектов.

2. Какие активы бизнес готов приобрести и в каком объеме (по типам активов):
 - отраслевые предпочтения, группы интересов по отраслям;
 - оценка возможного объема спроса со стороны различных категорий покупателей;
 - оценка макроэкономических возможностей и ограничений приватизации с участием российских и международных инвесторов;
 - прогноз распределения продаж во времени, оценка возможного эшелонирования продаж в зависимости от потенциального объема спроса со стороны основных игроков.

В обсуждении приняли участие представители Минэкономразвития, инвестиционных организаций, участники фондовых рынков, консалтинговые организации, эксперты ГУ–ВШЭ:

Анкудинов Д. – Ренессанс Капитал, ст. вице-президент – Управляющий директор;

Алексеев М. – Газпромбанк, начальник управления альтернативных инвестиций;

Баллод М. – Тройка-Диалог, аналитик;

Берзон Н.И. – Государственный университет – Высшая школа экономики, руководитель Фондового центра;

Данкевич Е.Л. – ФК «Открытие», руководитель компании;

Карасев А. – Тройка Диалог, вице-президент;

Клименко А.В. – Государственный университет – Высшая школа экономики, проректор;

Мионов В.В. – Государственный университет – Высшая школа экономики, заместитель директора института «Центр развития»;

Орлова Н. – Альфа Банк, главный экономист-аналитик;

Столяров А.И. – Государственный университет – Высшая школа экономики, эксперт проектно-учебной лаборатории анализа финансовых рынков;

Турчинская Я. – ФК «Открытие».

Обращаясь к участникам круглого стола, **А.В. Клименко** обозначил тематику дискуссии, в том числе актуальные вопросы оценки ожиданий различных групп интересов, их предпочтений по кругу приватизируемых объектов, а также макроэкономических последствий приватизации. Важно проанализировать возможное поведение ключевых участников, потенциальный объем их участия в приватизации, влияние различных вариантов нормативного регулирования и процедур приватизации на ее эффективность.

Рациональная политика государства по отношению к своему имуществу должна учитывать перспективы экономического развития, состояние объектов имущественного комплекса. Наряду с активами, не имеющими большого значения с точки зрения выполнения обязательств государства и перспектив среднесрочной капитализации, имеются объекты имущества, которые, безусловно, должны сохраняться в государственности для решения социальных и экономических задач. Сохранение объектов первого типа нерационально, сопряжено с прямыми потерями финансовых и материальных ресурсов. Примером могут быть малые пакеты акций, не имеющие рыночных перспектив ГУПы, обязательства по которым несет государственный бюджет. В то же время, бесперспективные для государства объекты, как правило, малопривлекательны для инвесторов, незначительны по своей потенциальной продажной стоимости. Существенно пополнить за их счет бюджет невозможно. Однако их продажа освобождает бюджет от неэффективных текущих издержек на содержание.

Несмотря на заинтересованность государства в приватизации, спрос, очевидно, формируют частные российские и зарубежные инвесторы, и поэтому важно знать их взгляд на обозначенную проблематику.

Н.И. Берзон: Принимая решение о начале второго этапа приватизации путем продажи пакетов акций крупных российских корпораций с государственным участием, необходимо прежде всего определить цель приватизации.

Я считаю, что продажу пакетов акций наших корпораций не следует рассматривать исключительно как механизм пополнения бюджета. Конечно, бюджет надо пополнять, но не это главное. Второй этап приватизации должен быть направлен на решение следующих задач:

1. Необходимо обеспечить проведение реструктуризации экономики, прежде всего осуществить институциональные преобразования, направленные на демонополизацию экономики.
2. Решая проблемы реструктуризации экономики, необходимо определиться с будущим составом инвесторов, что требует уже на нынешнем этапе сформулировать принципиальные позиции государства по механизму продажи пакетов акций. К числу требующих решения вопросов относятся:
 - метод продажи акций: проведение аукциона или продажа путем формирования книги заявок;
 - продажа пакетов акций в России или за рубежом через депозитарные расписки либо проводить смешанное размещение акций: частично в России, частично на зарубежных фондовых площадках;
 - продажа пакетов акций институциональным инвесторам или розничным инвесторам с допуском к процедуре покупки акций физических лиц.

Решать все эти вопросы необходимо в комплексе.

Рассматривая второй этап приватизации как механизм структурной перестройки экономики, следует:

Во-первых, отказаться от аукционного метода продажи акций, так как при этом методе мы не сможем регулировать качественный состав инвесторов. Наилучшие условия для аллокации обеспечивает механизм продажи акций через формирование книги заявок. Данный механизм позволяет сформировать структуру инвесторов, отвечающую стратегическим целям развития компаний, а также обеспечить стабильность развития российского фондового рынка. Используя механизм аллокации, можно сформировать структуру инвесторов, состоящую из:

- институциональных зарубежных инвесторов, которые способны обеспечить качество корпоративного управления и привнести культуру современного управления компанией. Некоторые крупные российские компании с государственным участием напоминают отраслевые министерства советских времен. Поэтому участие иностранных инвесторов там просто необходимо. Эти инвесторы придут со своей культурой взаимодействия с мино-

- ритарными акционерами, со своими требованиями к раскрытию информации. Это будет в целом способствовать повышению инвестиционной привлекательности России;
- долгосрочных стратегических российских инвесторов (компании из соответствующих отраслей, паевые инвестиционные фонды, крупные финансовые институты). Эта категория инвесторов обеспечивает стабильность развития компании и снижает волатильность фондового рынка;
 - среднесрочных российских инвесторов, представленных непрофильными компаниями и паевыми фондами смешанного типа, ориентированных на межотраслевую диверсификацию. Эта категория инвесторов обеспечивает ликвидность рынка;
 - краткосрочных инвесторов, включая физических лиц, обеспечивающих ликвидность акций.

Во-вторых, необходимо учитывать социальные последствия второго этапа приватизации. Сейчас есть реальный шанс хотя бы частично нивелировать неудачи первого этапа приватизации, когда большинство населения в силу особенностей того периода времени не участвовало в разгосударствлении экономики. Если сегодня продавать пакеты акций крупным зарубежным инвесторам, то их можно продать по достаточно высокой цене, учитывая премию за контроль, и получить в бюджет больше средств. Но это может иметь негативный социальный резонанс, когда некоторые политические партии воспользуются этим в своих пропагандистских целях, утверждая, что мы государственную собственность распродаем за копейки иностранным инвесторам. В этой связи участие частных инвесторов в приобретении акций необходимо. Привлекая частных лиц, государство через продажу этих акций может решить еще одну задачу: повышение культуры инвестирования на фондовом рынке.

В-третьих, продавая акции физическим лицам, государство должно организовать эти IPO именно как народные и реабилитировать себя за «псевдонародные IPO», которые проводились накануне кризиса. Ни в коем случае нельзя допустить проведение этих IPO по образу и подобию «народного IPO» ВТБ, которое сопровождалось манипулированием мнением не очень образованных частных инвесторов. В результате этого государство получило устойчивую группу недовольных инвесторов, пишущих письма президенту, устраивающих пикеты и т.п. Проводя грамотную аллокацию и определяя цену размещения, продающая сторона может создать устойчивые предпосылки роста курсовой стоимости акций.

Если мы будем придерживаться позиции народного IPO, то тогда надо четко себе представлять, как будет формироваться цена размещения. Если она будет формироваться исходя из концепции продажи акций по максимальной цене с целью получения больших средств в федеральный бюджет, то мы получим тот же самый эффект, что и по ВТБ. В классическом IPO всегда есть эффект недооценки акций на начальном этапе, что обеспечивает позитивную реакцию инвесторов. Надо при определении цены размещения всегда оставлять какой-то зазор для того, чтобы у этих акций

оставался потенциал роста, и тогда не будет социального разочарования и удастся избежать ряда негативных моментов.

Поэтому если мы будем привлекать частных инвесторов, то здесь нужно давать потенциал дальнейшего роста. Это хорошо и для самой компании, потому что нет необходимости сразу продавать 51% или 25% акций. Пакеты акций крупных компаний целесообразно продавать определенными лотами размером примерно 10% акций. Это позволит постепенно увеличивать free float акций, поддерживать рыночные котировки, обеспечивать постепенный рост стоимости акций. В итоге последующие эмиссии акций будут продаваться по более высоким ценам.

В-четвертых, должен быть составлен четкий график постепенной продажи государственных пакетов. Это позволит инвесторам видеть перспективы разгосударствления, что может послужить драйвером роста российского фондового рынка.

Н. Орлова: Мне кажется, что с макроэкономической точки зрения аргумент, что нам нужно приватизировать, чтобы финансировать дефицит бюджета, достаточно спорный. Это только один из возможных инструментов покрытия дефицита, ведь у нас, как все знают, очень низкий уровень государственного долга, поэтому с точки зрения выбора инструментов у Минфина есть достаточно большое разнообразие. Не говоря о Резервном фонде и Фонде национального благосостояния, которые пока еще не исчерпаны, а значит, вопрос приватизации не горящий, нас ничто не заставляет по любой цене отдавать активы. У нас есть пока время думать о стратегии, обсудить, как лучше провести приватизацию, так, чтобы был как структурный эффект для всей экономики, так и эффект финансовый. Потому что готовность инвесторов покупать активы не дисконтом, а с премией может определяться параметрами приватизации. Мне кажется, что эти два аспекта – извлечь максимальный структурный и финансовый эффект – важны и Минэкономразвития может подготовить соответствующую конъюнктуру.

Что касается структурных эффектов, то, я думаю, это в первую очередь эффект для государства. Приезжающих в Россию инвесторов из иностранных фондов, часто – фондов прямых инвестиций, всегда очень интересует вопрос государственной стратегии по вопросу приватизации и то, как государство планирует управлять своими активами. Но, как правило, по итогам встреч с представителями различных министерств им очень сложно получить четкое представление о том, какова долгосрочная стратегия государства в вопросе управления этими активами. И часто это происходит не потому, что инвесторам не хотят объяснить планы правительства, а потому, что просто по ряду вопросов ответ пока не сформулирован. Сейчас как раз подходящее время провести ревизию активов.

Есть крупные госкомпании, список их уже объявлен под приватизацию, но это в основном интерес портфельных инвесторов, а когда, допустим, приезжают фонды (до кризиса приезжало много японских фондов), у них интерес как раз в том, чтобы вложиться, может быть, в менее

ликвидные активы, но в более долгосрочную перспективу. Наличие такого разнопланового спроса следует учитывать при формировании планов приватизации. Мне кажется, что пока у нас доминирует подход, отражающий планы приватизации небольших пакетов для портфельных инвесторов. Это самое простое. Но ведь существует большой потенциал для инвентаризации имущества, и можно использовать текущий момент для того, чтобы определиться, какие активы являются стратегическими, и мы их оставляем, на какой сегмент мы, может быть, готовы пригласить «длинных инвесторов», а какие активы пойдут под портфельную приватизацию. Было бы хорошо иметь такую четко сформированную стратегию от государства. Та же информация по приватизации, которая озвучивалась в последнее время, пока носит очень общий характер.

Теперь по поводу финансового аспекта. Общая концепция выглядит так: государство планирует сохранить контрольный пакет в продаваемых активах, а миноритарные пакеты продает. Естественно, всех интересует, по какой цене и когда это будет происходить, но дальше этого дискуссия не ведется. Я думаю, что еще один важный момент, который отметил Николай Иосифович, это собственно структурный аспект для самой экономики. И тут понятна позиция Минэкономразвития, что было бы крайне полезно использовать приватизацию как часть институциональных изменений в экономике, т.е. для создания конкурентной среды. И здесь уже прямая связь с ценой, по которой эти активы можно будет продать. Необходимо четкое представление о том, как мы собираемся снижать присутствие государства, создавать конкурентные условия, – это не только вопрос государственного участия, но и судебной системы, коррупции, т.е. глобальный институциональный вопрос. Если это будет общий пакет, то тогда приватизация станет демонстрацией желания что-то структурно изменить в экономике. Я думаю, что при таком подходе цены при размещении будут, скорее всего, высокими. Конечно, есть риски конъюнктуры, мировая экономика очень нестабильна, наша экономика зависит от цены на нефть, но, продумав детально план приватизации, мы снизим зависимость цен на активы от макроэкономических рисков.

Есть другой важный момент. После того как список основных предприятий, где будет осуществляться приватизация миноритарных пакетов, был опубликован, я от многих инвесторов слышу, что они обеспокоены тем, что в результате снижения государственного участия эти банки или компании вынуждены будут жить новой жизнью, отличной от жизни госкомпаний, которые всегда могут залезть в государственный карман, и следовательно, будут по-другому стоять. На самом деле вопрос неоднозначный, здесь нужно очень четко понимать, что либо мы должны сразу создать условия, при которых эти предприятия действительно станут более эффективными, либо мы просто у них убираем господдержку, а это действительно обесценивает их бизнес.

Когда мы приближаемся к границе 50%, следующий шаг очень сильно меняет то, что называется «инвестиционный случай», т.е. то, как мы рассматриваем эту компанию.

Если государство планирует сохранять контрольный пакет, то возникает вопрос о том, повлияет ли это участие миноритарных инвесторов на управление. Как мы знаем, портфельные инвесторы покупают-продают, в еще большей степени это касается розничных инвесторов – они очень редко хотят непосредственно участвовать в управлении. По поводу того, что динамика стоимости акций заставляет компании быть более эффективными, могу сказать, что очень часто она вызывает желание компании «заигрывать с рынком», уделять повышенное внимание вопросам ликвидности акций, желание произвести впечатление на инвесторов, т.е. это не всегда прямое повышение бизнес-эффективности. Здесь очень важно, чтобы была общая среда, которая заставляла бы государственные компании как-то повышать свою эффективность. Это очень большой вызов, потому что мы все понимаем, что Сбербанк очень эффективный, потому что больше трети его розничных депозитов приходит от пенсионеров, которые получают пенсии на свои счета в Сбербанке, ВТБ тоже быстро растет, потому что государство сделало вливания в его капитал.

Мне представляется, что наличие резервного фонда и низкая долговая нагрузка позволяют не спешить в подготовке приватизации, но это не значит, что можно откладывать вопрос инвентаризации имущества бесконечно. Приватизацию нужно готовить как часть глобальной концепции, может быть, связанной с созданием в России международного финансового центра. Еще вопрос в том, чтобы эта приватизация способствовала большей глубине российского финансового рынка. Ведь одна из причин, почему сюда не приходят очень крупные фонды, помимо каких-то структурных опасений состоит в том, что рынок неглубокий, крупные фонды, даже портфельные, сюда даже не могут инвестировать. Если они инвестируют, рынок сначала очень сильно вырастет, а потом, когда будут уходить, так же сильно упадет. Это тоже ограничение. На первом этапе можно рассматривать приватизацию миноритарных пакетов как возможность именно для создания глубины внутреннего рынка. Тогда мы возвращаемся к задаче, чтобы это не была приватизация в виде депозитарных расписок за рубежом, а чтобы это было внутреннее размещение.

А.И. Столяров: Я категорически против того, чтобы на новом этапе приватизации ставились исключительно финансовые цели. Иначе все равно она закончится тем, чем закончилась первая волна, когда предприятия были проданы по дешевке, а потом опять же госкорпорации их выкупали по более высокой цене. Речь не идет, конечно, о том, чтобы полностью отказываться от финансовых показателей, но они не должны быть определяющими.

Было бы замечательно, если бы приватизация сопровождалась улучшением корпоративного управления. Иначе может произойти то же, что и в случае с одним государственным банком. Руководство банка миноритарные акционеры уличили в подлоге и воровстве, выводе прибыли и сокрытии ее от миноритарных акционеров. Государство на это никак не прореагировало. Тот же человек по-прежнему возглавляет банк. Кому нужна такая приватизация? Очень существенно утверждение, что прива-

тизация должна сопровождаться реформой корпоративного управления. Только сегодня в «Ведомостях» было опубликовано сообщение о том, что разрабатывается методика выплаты бонусов в госкорпорациях. Я боюсь, что увеличение как раз миноритарных долей будет приводить к тому, что руководство таких корпораций станет чувствовать себя еще более безнаказанно, со всеми вытекающими последствиями. Эта проблема присуща не только госкорпорациям, она характерна и для рыночных экономик, где крупные банки тоже нельзя банкротить, хотя они частные. Хотя, наверное, эти проблемы можно предусмотреть заранее.

В.В. Миронов: Несколько слов по поводу последнего выступления и в целом по проблеме приватизации. Сейчас менеджеры крупных корпораций, из тех, что попали в список на приватизацию, весьма обеспокоены тем, что в ходе приватизации в их компаниях появятся частные инвесторы, пусть даже при этом контрольный пакет акций останется у государства. Одно дело, когда у государства больше 75%, другое – когда доля государства становится лишь чуть больше 50% и придет значимый частный инвестор, который будет в той или иной степени контролировать деятельность госкорпораций. Поэтому, может быть, для начала имеет смысл приватизировать и миноритарные пакеты акций, хотя хочется, конечно, большего – полного перехода предприятий под частный контроль при сохранении у государства лишь блокирующего пакета. Я позавчера встречался с достаточно крупными иностранными инвесторами, они охотно поддерживают идею хотя бы частичного уменьшения доли государства и более широкого привлечения независимых, прежде всего иностранных, членов советов директоров. Я думаю, что можно шире привлекать и наших независимых директоров в госкомпаниях вместо госчиновников.

Теперь по проблеме приватизации в целом. Я считаю, что, хотя приватизация началась и в других странах БРИК и мы можем упустить инвесторов, если не приступим к ней немедленно, все же следует выдержать паузу для того, чтобы весь этот массив из более чем 7 тыс. ГУПов и предприятий с той или иной долей участия государства еще раз инвентаризировать и построить новую концепцию приватизации, новую концепцию управления государственным имуществом в целом. На мой взгляд, текущая макроэкономическая ситуация и прогнозы, на которые обычно ориентируются иностранные инвесторы, весьма благоприятны для России, а рынок ценных бумаг с фундаментальной точки зрения привлекателен. Причем такая относительная привлекательность российского фондового рынка с точки зрения макроэкономических показателей сохранится на целый ряд лет вперед. Это связано и с тем, что у нас обеспеченность золотовалютными резервами по отношению и к краткосрочной внешней задолженности, и к импорту, и к объему ВВП очень высока, выше только у Китая, у остальных стран БРИК в целом эти показатели ниже. Это связано и с тем, что мы выходим на уровень инфляции, не превышающий уровень, характерный для других развивающихся экономик, как это было в «перегретой» российской экономике перед кризисом. Мы можем по-разному оценивать

ситуацию с инфляционными ожиданиями, с тем, как влияет на инфляцию динамика цен естественных монополий, которые у нас очень сильны и лоббируют финансирование своих инвестиционных программ за счет потребителя, т.е. роста цен, разгоняя инфляцию. Тем не менее IMF дает хороший прогноз по российской инфляции (инвесторы, очевидно, на него ориентируются) – к 2014 г. инфляция 5%. Это тоже очень важный фактор, который позволяет нивелировать возможное укрепление номинального рубля и снять дополнительный навес реального укрепления, который был связан с высокой инфляцией. Очень важно и то, что Россия сейчас может покрывать дефицит бюджета не только за счет приватизации, но и за счет использования других источников: внешнего рынка (а у нас очень низкая внешняя суверенная задолженность) и рынка внутреннего – в той мере, в которой его расширение позволит не слишком задирать процентные ставки, иначе мы получим эффект вытеснения частного кредита и инвестиций. Нужно более четко выполнять целевые ориентиры по государственным заимствованиям на внутреннем рынке, так как создание развитого внутреннего рынка ценных бумаг – это вклад в развитие денежного рынка, который позволит Центральному банку перейти к важной декларируемой макроэкономической цели, а именно перейти от таргетирования курса рубля к таргетированию инфляции, не к абсолютному ее таргетированию, а к преимущественному, с меньшим упором на таргетирование курса рубля, как это было до кризиса. Хотя, конечно, полностью уйти от таргетирования курса рубля в такой высоковолатильной и связанной с нефтяным сектором экономике, наверное, нельзя. Сбалансированное использование разных источников покрытия дефицита бюджета мне кажется очень важным. Это позволяет выиграть время для создания новой системы управления государственным имуществом и новой концепции приватизации. При этом нужно учитывать, что сейчас основным ограничением приватизации внутри страны является традиционный для российского рынка дефицит «длинных» денег, и он усугублен влиянием кризиса на инвестиционное поведение корпораций и населения. Причем это влияние кризиса носит ограниченный во времени характер. Наши корпорации реструктурировали внешнюю задолженность в прошлом году, сейчас при возникших ограничениях на новые займы они вынуждены выплачивать значительные объемы кредитодателям и инвесторам за счет прибыли, поэтому в течение 2–3 лет они будут конкурентами государства на рынке IPO. Это видно хотя бы по тому, как быстро сходят на нет все корпоративные конфликты, как все мирятся, чтобы с лучшей историей выйти на рынок IPO. Все готовятся занимать и размещать новые эмиссии акций. Пусть они пока занимают, а мы спустя какое-то время будем готовить госактивы к приватизации.

Говоря о возможных покупателях госактивов, нужно учитывать и сегодняшнее поведение населения. Оно помнит народные IPO 2006–2007 гг., когда государство совершенно необоснованно рекламировало продаваемые госкомпаниями акции. Это было сделано неправильно, с нарушением всех цивилизованных норм участия государства в работе рынка ценных бумаг. Конечно, повторения этого быть не должно.

Опросы, которые проводились специализированными организациями этим летом, показали, что население пока боится покупать ценные бумаги. Это значит, что в ближайшее время спроса на акции госкомпаний со стороны населения не будет.

На внешних рынках ситуация с точки зрения текущего спроса на наши активы тоже неопределенная. Спрос со стороны западных инвесторов невелик, потому что первая волна антикризисных мер прошла, а будет ли вторая – под вопросом. Азиатские инвесторы деньги имеют, но нужны ли они нам, с их технологиями имитационного типа, тем более что имеются другие источники покрытия дефицита бюджета. К приватизации нужно подготовиться, следует сопоставить выгоду немедленной продажи с выгодой получения дивидендов государством в течение 10–15 лет, дисконтировать эти поступления и понять, что государству выгоднее. Для этого нужны финансовые модели продаваемых предприятий, но, насколько я понимаю, никаких финансовых моделей даже тех 10 корпораций, которые предполагалось продать этим летом, у государства нет. Сейчас даже, когда ты берешь кредит в банке, у тебя должна быть финансовая модель, а уж тем более при обосновании приватизации крупной госкомпании. Государство в лице Росимущества, Минэкономики должно иметь финансовые модели по крайней мере 100–150 крупнейших корпораций, а может быть, и всех примерно 3 тыс., где у него есть та или иная доля акций. Важно иметь финансовые модели, инструменты, использование которых позволяет максимизировать поступления в государственный бюджет, и не только на перспективу 2–3 лет, но и 10–20 лет, т.е. в рамках той же долгосрочной стратегии развития российской экономики, которая сейчас обновляется. Важно, чтобы в рамках этой стратегии был план приватизации.

Мне кажется, что в условиях формирования новой модели экономического роста приватизацию нужно рассматривать не только как инструмент оптимизации размеров госсектора и повышения доходов госбюджета, но и как инструмент повышения конкурентоспособности частного сектора и привлечения прямых иностранных инвестиций, развития внутреннего фондового рынка и улучшения корпоративного управления.

В ближайшее время и в среднесрочной перспективе не будет большого роста сырьевого экспорта, нельзя будет столько занимать на внешнем рынке, как раньше, поэтому нашим компаниям нужно помочь, нужно выделить те государственные активы, которые наши холдинги могут купить внутри страны, а не за рубежом, для достройки своих производственных цепочек. Нужно также учитывать, что в целом ряде секторов в силу разных причин резко возросла необходимость привлечения прямых иностранных инвесторов. Активы этих секторов, которые находятся в руках государства, могут послужить привлекательным объектом для иностранных инвесторов, которые их купят и принесут сюда новые технологии. Во всем объеме приватизируемого и акционизируемого имущества такие объекты должны быть выделены.

Я постарался в приватизации выделить перспективные сектора, где в наибольшей степени необходимо привлечение иностранных инвесторов

с точки зрения заимствования передовых технологий. Таким образом, на мой взгляд, концепция управления государственным имуществом должна состоять из трех направлений: инвентаризация государственного имущества (в том числе построение финансовых моделей основных объектов государственной собственности); сопоставление альтернатив использования государственного имущества (продажа целиком, частичная продажа, удержание в течение длительного периода); ежегодная разработка на основе отмеченных выше подходов прогнозного плана приватизации на год, на три года (в рамках трехлетнего бюджетного планирования) и на долгосрочную перспективу.

Несомненно, нужно учесть тот опыт приватизации, который у нас был (лесные, рыбные аукционы), но важно изучить новые формы продажи, новейшие научные разработки проведения аукционов, методику проведения разного рода модельных экспериментов, просчета и выбора оптимальной формы аукционов, которые дают максимальную цену. Такого рода методики использовались, в частности, при приватизации энергетических объектов, например, в Австралии и других странах. На изучение мирового опыта потребуется не менее полугода, а то и год. За это время можно подготовить новую концепцию управления государственным имуществом и приватизации, адекватную новой модели экономического роста российской экономики в новых условиях развития мирового хозяйства, т.е. его нетрадиционной структурной перестройки на фоне традиционного циклического кризиса.

М. Алексеенкова: Что касается приватизации, то нужно отметить следующее.

Первое, предприятия, которые планируется приватизировать, требуют предварительной подготовки. Чем более прозрачным будет бизнес компании для инвестора, тем проще будет проходить процесс приватизации. Что значит – более прозрачен? Нужно определиться хотя бы на три года с политикой тарифной, налоговой и т.д. Ряд предприятий, которые входят в список приватизируемых (опубликовано в «Ведомостях»), регулируются государством. От того, насколько прозрачными будут методы регулирования в будущем, зависит, насколько прозрачной будет тарифная политика и насколько проще инвесторам будет принимать решения.

Второе, – то, что, возможно, представляет наибольший интерес для инвесторов, – определение дивидендной политики этими предприятиями. Компании, которые будут выставлены на приватизационные конкурсы или будут продаваться через публичные сделки, только выиграют от того, что будет понятен денежный поток. А это зависит как от ценообразования, так и от того дивидендного потока, который инвесторы получают. Не все компании, которые входят в список, имеют привлекательную дивидендную доходность (например, дивидендные выплаты 13% и ниже не очень интересны). Если будет четкое понимание, как и что получает инвестор в течение ближайших трех лет, ситуация прояснится с точки зрения оценки активов.

Третье, важен выбор момента и горизонта продажи. Мы видим, что сейчас макроэкономическая ситуация стабилизировалась и, вероятно, будет улучшаться. Наши 4% роста ВВП – это не 5–7%, которые, возможно, привлекли бы более широкий круг участников на приватизационные сделки. Однако прозрачность и поступательность политики государства с точки зрения снижения доли его сектора в экономике с нынешних 50% до 40%, понятная политика приватизации, скорее всего, создадут предпосылки к тому, что иностранные инвесторы будут среди наиболее заинтересованных участников приватизации. Продавая миноритарные пакеты в 2011–2013 гг. (как я понимаю, именно о них мы сейчас в основном говорим), государство должно, хотя бы примерно, установить, в какие сроки будет продан контрольный пакет в компании – тогда это прояснит будущее компании на более длительном промежутке времени.

Полная прозрачность, в том числе планы сокращения государственного пакета ниже 50%, и понятная дивидендная политика – это те параметры, которые должны входить в подготовительный этап.

То, как продавать, мне кажется, зависит от ситуации. Хотелось бы, наверное, избежать ситуации, когда одна госструктура покупает акции другой госструктуры. Это тупиковый вариант. Госкомпания может участвовать как портфельный инвестор или посредник.

Если выбрать способ приватизации (продавать пакет в одни руки или размещать среди большего круга лиц), то это зависит от ситуации. Например, идут переговоры о продаже пакета ВТБ группе Texas Pacific Group. Теоретически сейчас это, возможно, для больших компаний наиболее эффективный способ приватизации. Это способ продажи для больших корпораций, когда рынок не готов дать хорошую цену за большой пакет, а консорциум инвесторов более или менее готов взять на себя риск владения на 3–4 года. Можно рассматривать аукционные продажи в качестве варианта приватизации для целого ряда небольших объектов, максимизируя их стоимость.

Говоря о больших компаниях, все-таки хотелось бы видеть публичные сделки. Мне кажется, что нужно создавать культуру владения акциями в стране. Народные IPO, какими бы они ни были неудачными, это были все-таки первые шаги. Если посмотреть на статистику, то в приватизации Роснефти где-то 7% было продано частным инвесторам в России. Потом была продажа дополнительной эмиссии Сбербанка, около 6% куплено российскими инвесторами. В IPO ВТБ уже 18% от размещения купили частные инвесторы. Статистика пока не очень показательна. Много зависит от оценки и прозрачности процесса. Если процесс продажи совершенно прозрачен для частных владельцев и они понимают, что не за 2 месяца, а за 2–3 года есть возможность получить ожидаемую доходность, основываясь на стратегии развития банка и на улучшении макроэкономических показателей, то почему бы им и не поучаствовать. Необходимо не скачкообразное, а поступательное развитие внутреннего рынка.

Что касается продажи на бирже, то в принципе, GDR-программа – это составная часть любого большого размещения. Другой вопрос – это

географическое размещение: Лондон, европейские или азиатские биржи. В Гонконге размещение намного более сложное и дорогое. Однако в Азии есть большие стратегические фонды, которые могут держать акции 2–4 года и в принципе могут быть стратегическими партнерами. Каждый случай продажи должен рассматриваться отдельно. Приватизацию нужно превратить в процесс, а не делать разовые выбросы госпакетов на рынок. Нужно сделать процесс для всех прозрачным и конкурентным.

Организовать качественную приватизацию – это большая задача. Следует рассматривать данный процесс со всех сторон, в деталях, учитывая различные позиции и оценки, все категории инвесторов, так, чтобы он был эффективным с точки зрения финансового результата.

А. Карасев: Возобновление приватизационных процессов, несомненно, является позитивным сигналом в рамках развития российской экономики. Приватизация способствует привлечению новых инвесторов в российскую экономику, а также служит одним из катализаторов повышения качества корпоративного управления и внедрения инноваций в рамках производственных процессов. В то же время существует ряд рисков, связанных с приватизацией, на которые я бы хотел обратить внимание в рамках данного круглого стола:

- риски, связанные с реализацией предприятий из «неликвидных» отраслей экономики;
- риски, связанные с реализацией миноритарных государственных пакетов в компаниях, контролируемых частными инвесторами;
- риски, связанные с выбором тех или иных методов приватизации.

Риски, связанные с реализацией предприятий из «неликвидных» отраслей экономики.

В последнее время ведутся активные дискуссии в прессе по поводу списков наиболее известных и крупных предприятий, которые государство планирует приватизировать. Это вызывает интерес широкого круга инвесторов и инвестиционных консультантов, желающих принять участие в приватизации крупнейших финансовых институтов и сырьевых компаний. Следует отметить, что зачастую широкий круг инвесторов, пресса и финансовые консультанты отождествляют приватизацию с реализацией государственных пакетов акций предприятий в наиболее ликвидных секторах экономики: сырьевой сектор, транспортная отрасль, телекоммуникации, финансовые институты и электроэнергетика. Именно эти отрасли привлекают наибольший интерес со стороны как российских, так и западных инвесторов, и государство может быть уверено в наличии спроса и активной конкуренции за право приобрести тот или иной актив.

Однако для государства тема приватизации не ограничивается продажей высоколиквидных компаний. В списки приватизируемых компаний включаются предприятия из секторов с большой социальной нагрузкой, компании непромышленного сектора, компании с узкой специализацией, не обязательно востребованной в условиях рыночной

экономики. Количество таких объектов приватизации в ближайшем будущем будет только увеличиваться, так как в последнее время руководство регионов РФ и федеральные органы власти начали активную работу по преобразованию ГУПов и МУПов в ОАО с целью последующей приватизации вновь созданных компаний. Конкурентный спрос на «неликвидные» отрасли и предприятия с высокой социальной нагрузкой практически отсутствует, что может способствовать коррупции и привести к реализации активов за бесценок и последующему репрофилированию/ликвидации ценных с точки зрения технологий и/или социальной ответственности активов. Необходимо обращать внимание на присутствие данного риска и обдуманно подходить к выбору инструментов проведения приватизации с целью реализации активов по справедливой оценке и минимизации социальных рисков. Одним из инструментов снижения такого риска может быть использование инвестиционных банков в качестве финансовых советников по реализации «неликвидных» активов.

Риски, связанные с реализацией миноритарных государственных пакетов в компаниях, контролируемых частными инвесторами.

В числе подготавливаемых к приватизации «ликвидных» компаний присутствуют как компании, в капитале которых государство планирует оставить контрольный пакет за собой, так и компании, из которых в результате приватизации государство полностью выйдет, а контрольные пакеты уже принадлежат частным инвесторам (зачастую такими частными инвесторами являются олигархические структуры и финансово-промышленные группы). Во втором случае продажа государственного пакета акций по справедливой оценке может быть достаточно сложной задачей в силу целого ряда факторов. Так, например, потенциальное отсутствие надлежащего спроса: как российских, так и иностранных стратегических и финансовых инвесторов может отпугнуть наличие сильного контрольного акционера, способного манипулировать финансовыми потоками предприятия и блокировать доступ новых акционеров к полноценному участию в управлении компанией. Отсутствие спроса приведет к невозможности реализовать актив по справедливой цене и тем самым максимизировать финансовый результат для РФ. К таким факторам относятся и наличие спроса со стороны инвесторов, имеющих планы по развитию предприятия, расходящиеся с точкой зрения текущего контрольного акционера, и готовых к корпоративному конфликту. В случае приобретения государственного пакета акций такими инвесторами может начаться акционерный конфликт, который негативно скажется как на деятельности конкретного предприятия, так и всей экономики РФ в целом.

Перечисленные факторы не способствуют привлечению иностранных инвесторов в процесс приватизации, притом что потенциально именно приход квалифицированных инвесторов, как стратегов, так и private equity фондов, способствует улучшению корпоративного управления и внедрению лучших мировых практик и бизнес-процессов.

Риски, связанные с выбором тех или иных методов приватизации.

Государство в рамках приватизации должно гибко принимать решение о выборе метода приватизации для того, чтобы максимизировать поступления в бюджет и минимизировать социальные негативные последствия. Важно не заикливаться на каком-то одном способе приватизации.

Инструменты, которые уже предусмотрены законодательством РФ (включая недавние изменения в Федеральный закон о приватизации № 178-ФЗ в части п. 2 ст. 3 пп. 15), позволяют государству оптимально реализовать приватизационную программу: для больших предприятий могут быть проведены сделки IPO – SPO, для средних компаний может быть осуществлена продажа стратегам и реализация пакетов акций на аукционе. Для небольших региональных компаний, «неликвидных» и социальнозначимых предприятий можно рассматривать такие способы приватизации, как продажа через SPV, которая принадлежит на 100% государству. Данный метод позволяет государственным игрокам минимизировать социальные риски, так как при продаже через SPV по сравнению с аукционом государство в лице SPV может выбрать покупателя и вести переговоры о продаже активов с условием возложения определенных обязательств на будущего покупателя. Это позволяет государству сохранить социальную составляющую бизнеса после момента приватизации, обеспечить сохранность рабочих мест и профиля использования тех или иных активов.

В целом, в настоящий момент у государства есть все необходимое для проведения очередного этапа приватизации с учетом максимизации спроса со стороны потенциальных инвесторов и оптимизации финансово-социальных результатов приватизации с точки зрения государства. Интерес со стороны инвесторов значителен, остается только грамотно управлять ожиданиями будущих покупателей и правильно структурировать процесс самих продаж, в том числе вовлекая в данный процесс профессиональных консультантов. На наш взгляд, ожидаемая в течение ближайших 2–3 лет реализация государственных пакетов акций как крупных предприятий, так и более мелких и средних компаний, позволит повысить инвестиционный спрос на активы в России и может явиться одним из важных факторов развития фондового рынка и экономики в целом, так как они должны развиваться не за счет 5–10 компаний – «голубых фишек», а скорее за счет увеличения количества компаний, которые имеют доступ к фондовому рынку и прямым инвестициям.

Д. Анкудинов: Что касается сроков проведения приватизации, то мы, со своей стороны, анализировали рынок, и, действительно, сейчас можно говорить о том, что интерес к российским активам увеличивается. Мы судим об этом и по увеличению активности на вторичном рынке, и по тому, что сейчас уже начались сделки на рынке, которые происходят достаточно успешно. Недавно впервые за полгода произошло вторичное размещение акций одной из российских компаний. До конца года планируется прове-

сти несколько сделок, в том числе в транспортно-инфраструктурной отрасли. Пока все говорит за то, что это размещение состоится. Другой вопрос в том, какова действительно цель приватизации. Если это просто латание дыр в бюджете, то вроде острой нужды нет. Те цифры дефицита бюджета, которые все время озвучиваются, легко закрываются за счет рынка еврооблигаций, который у нас в стране практически не развит (имеется в виду то, какие объемы еврооблигаций сегодня торгуются на рынке). В принципе наше государство с его кредитным рейтингом вполне может себе позволить привлекать достаточные заемные средства. Что касается приватизации как способа привлечения инвестиций в страну и способа решения инфраструктурных проблем компаниями, то здесь, конечно, нужно говорить об этом как об одном из главных приоритетов. Мы действительно считаем, что самое важное – это осуществлять этот процесс максимально прозрачно. Если речь идет о крупных компаниях, которые планируются к выставлению на приватизацию, учитывая, что государство при любом сценарии собирается оставлять за собой контрольный пакет, то, очевидно, что, скорее всего, приватизация может осуществляться только через публичные рынки капитала, т.е. размещение акций на бирже с привлечением различного рода инвесторов. Здесь опять же нужно говорить о том, что даже на фондовом рынке инвесторы бывают разные: розничные, так называемые частные инвесторы; население; спекулятивные хедж-фонды; долгосрочные стратегические инвесторы, которые готовы сидеть в активах 2–5 и даже 7 лет; институциональные фонды, специализирующиеся на инвестициях в транспорт и инфраструктуру. Учитывая то, что целый ряд компаний, готовящихся к приватизации, представляют собой крупнейшие активы именно из этих секторов, нужно ориентироваться на то, что акции должны размещаться среди крупных долгосрочных инвесторов, а не спекулянтов, которые сегодня в большей степени представлены на нашем вторичном рынке.

Что касается населения, то, наверное, имеет смысл сделать процесс максимально открытым и прозрачным и предоставить населению возможность в этом процессе поучаствовать ровно в той мере, в какой оно этого захочет, предоставить все возможности на приобретение акций во время их размещения на вторичном рынке. А для этого предоставить людям полную информацию, и тогда они действительно будут осознанно принимать решения, зная обо всех факторах и возможных рисках.

Здесь нельзя однозначно говорить о том, что предыдущий опыт был таким уж негативным, и винить в этом тех, кто организовывал предыдущее размещение. Во многом здесь еще сказался фактор финансового кризиса, который действительно очень сильно ударил по котировкам целого ряда российских компаний, которые во время своих публичных размещений привлекали средства населения. Но тем не менее это последовательный процесс, я присоединюсь к комментариям коллег из Газпромбанка, что российский рынок ценных бумаг необходимо развивать и за счет населения, потому что во всех странах, где фондовый рынок существует в течение чуть более длительного периода, чем в России, население играет

ключевую роль, участвуя в рынке либо напрямую, т.е. самостоятельно, либо через институциональные фонды. Поэтому исключать кого бы то ни было заведомо из этого процесса, наверное, не стоит, просто нужно дать всем максимум информации с тем, чтобы процесс был прозрачным.

Что касается того, каким образом лучше всего было бы организовать размещение, на каких биржах, то здесь следует вспомнить о том, что целый ряд компаний на сегодняшний день уже обладают достаточно большим собственным вторичным рынком обращения бумаг, как в России, так и за рубежом (я имею в виду депозитарные расписки, торгующиеся на Лондонской фондовой бирже). В этих случаях нужно следовать тем критериям, которые предъявляет фондовый рынок уже сейчас. Нужно в полной мере использовать инструменты депозитарных расписок, поскольку на сегодня это действительно один из наиболее ликвидных и наибольших по объему рынков, который позволяет привлекать деньги в компании. Но при этом не следует забывать о том, что огромный вторичный рынок сложился по акциям в России у наших гигантов и в банковском секторе (Сбербанк), и по сырьевым компаниям. Они активно торгуются и на ММВБ, и на РТС. Причем здесь активно участвуют как иностранные инвесторы, которые уже пришли на российский рынок и здесь через российские торговые площадки работают с этими бумагами, так и население, чья активность на фондовом рынке растет год от года. Важно, чтобы инвесторы при размещении четко понимали, что государство собирается сегодня продать 10–15% акций через приватизацию с тем, чтобы привлечь средства в бюджет, а дальше оно собирается в течение определенного периода времени сохранять контрольный пакет за собой. Если мы говорим о том, что приватизация служит не только инструментом привлечения денег в бюджет, но и инструментом определенных преобразований, то нужно понимать, что те компании, которые выходят на рынок, в дальнейшем должны иметь возможность каким-то образом привлекать деньги для себя самих.

Если государство продает свой пакет акций, деньги идут в бюджет, компания при этом ничего не получает. Соответственно, дальше речь должна идти о том, что либо компания выходит на рынок заимствований (рублевых, на рынок иностранных заимствований через еврооблигации), либо компания должна делать дополнительную эмиссию акций в течение какого-то периода времени. Опять же государство как акционер должно сказать, либо оно участвует в дополнительной эмиссии наравне с другими акционерами, либо оно готово пойти на то, чтобы его пакет разбивался дальше и его доля падала в каких-то случаях ниже контрольного пакета. Но, скорее всего, государство будет за собой контрольный пакет сохранять.

На самом деле в этом нет ничего ужасного. Главное, чтобы инвесторы, которым сегодня будет предложено купить акции той или иной компании, особенно если мы говорим о крупных институциональных фондах, заранее знали, что будет происходить если не с самой компанией, то с планами государства в отношении владения пакетом в этой компании через

2–3 года. Это отражается на планах самих инвесторов, которые должны понимать, какой объем акций будет появляться на рынке через 2–3 года, как это будет сказываться на котировках акций, какой объем вторичного обращения акций будет находиться на рынке.

Все это, быть может, более детальные объяснения термина «прозрачность», однако все эти моменты очень важно учитывать для того, чтобы, когда не сегодня завтра инвесторам будут предложены пакеты акций для приобретения, они могли строить свои планы. Что касается оценки стоимости всех этих компаний, то это будет вопрос, который мы уже проходили в недавней истории, когда пакеты акций оценивались за счет предварительного маркетинга, если речь шла о публичных размещениях. Здесь нужно в первую очередь ориентироваться на складывающуюся конъюнктуру рынка, я присоединюсь к части предыдущих ораторов, которые говорили о том, что конъюнктура пока складывается в нашу пользу. Пока можно говорить о том, что чуть ли не в конце этого года или в начале следующего (в 1–2-м квартале 2011 г.) конъюнктура на рынке будет благоприятствовать тому, чтобы подобные размещения успешно завершались.

Другой вопрос, что этой конъюнктурой сейчас активно будут пытаться воспользоваться очень многие, поскольку на рынке было довольно длительное затишье, последние крупные размещения происходили давно, пожалуй, что «Базовый элемент» размещался, РУСАЛ. Соответственно, сейчас целый ряд компаний выстроился в очередь с готовыми документами и только того и ждут, чтобы конъюнктура стала наконец благоприятной. Сейчас наши коллеги из Америки собираются увеличить денежные вливания в рынок, соответственно, это скажется на способности инвесторов этим дополнительным объемом средств оперировать. Спрос на рынке должен появиться, этим спросом мгновенно воспользуется целый ряд компаний, причем не только в России, но и на всех развивающихся рынках, не говоря уже о более развитых фондовых рынках. Соответственно, мы должны отдавать себе отчет, что будет очень жесткая конкуренция за каждый дополнительный доллар инвестиций, который мы хотим привлечь.