

Новая приватизация в России: цели, подходы и механизмы*

(материал подготовлен по запросу МЭР России)



Миронов Валерий

главный экономист фонда экономических исследований «Центр развития»,
зам. директора Института «Центр развития» ГУ-ВШЭ,
Securities and Financial Derivatives Representative (Great Britain)

**N.B.! Презентация отражает личную точку зрения автора, а не точку зрения организаций, в которых он работает*

Содержание

1. Три этапа приватизации в истории новой России
2. Аргументы Pro и Contra быстрой приватизации
3. Новый баланс целей российской приватизации и
модернизация системы управления
госимуществом *
4. Обновление форм и методов приватизации

*Автор выражает благодарность Дмитрию Левандо – доценту ГУ-ВШЭ, Льву Гельману – ген. директору
ООО «Экономические консультации» за ценные рекомендации и помощь в подготовке 3 раздела
презентации и Дмитрию Мирошниченко («Центр развития»)

Содержание

- 1. Три этапа приватизации в истории новой России**
 - Какова периодизация российской приватизации?
 - Транспарентны ли критерии выбора объектов новой приватизации?
- 2. Аргументы Pro и Contra быстрой приватизации**
- 3. Модернизация системы управления госимуществом и новый баланс целей российской приватизации**
- 4. Обновление форм и методов приватизации**

В России в середине 2010 г. объявлено о новой (третьей по счету в новой истории страны) волне приватизации. В связи с этим, можно выделить три этапа и три цели приватизации в России. Цель первого этапа- диффузия госсобственности и ее первичная концентрация

- **1 этап. Ваучерная приватизация 1992-1994 гг. ЦЕЛЬ (явная): диффузия государственной собственности**, форсированное создание широкого слоя частных собственников с целью их последующей концентрации в пучках собственности для обеспечения эффективного контроля за оказавшимися бесхозными объектами общенародной собственности. В силу абсолютной слабости советского госаппарата и нежелания жестко наказывать коррупционеров и воров (что показал и августовский путч, и тотальный вывод активов из госпредприятий «красными директорами») другого пути сохранения собственности кроме быстрой приватизации тогда не просматривалось.

(См. об этом, например, В.Миронов, И.Миронов, Приватизация в СССР: поиск оптимального варианта, Вопросы экономики, 1991, №4 (объем 1 печ. лист). В статье предлагалась несколько иная конструкция массовой приватизации, чем осуществленная на практике в результате внедрения конечной разработки экспертной группы П. Филиппова (в ряде заседаний которой участвовал первый из авторов): в частности, вместо ваучера должен был эмитироваться т.н. «приватизационный пай», движение которого могло контролироваться посредством банковских счетов, а стоимость чека должна была составить не 10 тыс. рублей, а 6,6 тыс. рублей в соответствии с тогдашним уровнем предельной фондоооруженности труда в отраслях российской промышленности)

Цель второго этапа приватизации - кристаллизация собственности в рамках конгломератов

- **2 этап. Середина и вторая половина 1990 годов. ЦЕЛЬ (неявная): кристаллизация распыленной собственности,** объединение предприятий обрабатывающей промышленности вокруг крупнейших частных предприятий-экспортеров, располагавших деньгами (появившихся, в частности, в ходе залоговых аукционов), образование конгломератов. Причина создания конгломератов, управляемых практически единолично, из кусков бывшей советской собственности – это экономико-психологический эффект, носящий мудреное название «сдвиг риска в малой группе». Это феномен, открытый американским психологом Джоном Стоунером в начале 60-х годов 20-го века. Он показал, что в малой группе (каковой является, например, типичный совет директоров) принимаемые решения носят более рисковый характер, чем у единоличного собственника, который склонен избегать риска. Но уход от риска – это именно то, что было нужно тогдашней российской обрабатывающей промышленности. Если не рассматривать сферу сырьевого экспорта, то промышленность состояла из массы созданных в плановой советской экономике узкоспециализированных предприятий, неспособных на тот момент к самостояльному развитию. Им нужна была опора. А они сами были нужны олигархам, стремившимся любым путем уйти от риска снижения цен на их монопродукт, каковым являлось сырье. И потому создавали рыхлые многоотраслевые конгломераты. Олигархи, как-то неожиданно легко окрепли. Такая легкость и даже естественность наводит на мысль о том, что в их существовании определенное время была экономическая необходимость. Такие холдинги просуществовали некоторое время. Некоторые – например, империя Олега Дерипаски – распадаются только во время нынешнего кризиса. Но большинство распалось еще раньше, когда всем стало казаться, что дорогая нефть, газ и прочее российское сырье – это надолго. Тогда и сами олигархи стали активно избавляться от непрофильных активов, одновременно показывая, что свою экономическую функцию они в основном уже выполнили.

(См. об этом например: В. Миронов - руководитель авторского коллектива и др.. *Антимонопольное регулирование отраслевых промышленных рынков в экономике западного и советского типа (сравнительный аспект анализа)*, препринт доклада, ИЭ РАН, 1993 (объем 3,2. печ. листа); В. Миронов – руководитель научного коллектива. *Конкурентный рынок в РФ: стратегия и тактика формирования* (препринт доклада, для обсуждения на Ученом Совете), М., ИЭ РАН, 1994 (объем 2,5 печ. листа))

Цель нового третьего этапа приватизации пока не ясна

- ❑ 3 этап. 2010-2013гг. Какова ЦЕЛЬ приватизации сейчас? Какую функцию она будет выполнять?



Сейчас в руках государства сохраняется значительный объем активов, часть из которых является явно «лишними», в частности это миноритарные пакеты акций в АО с госучастием

Предприятия, акции которых находятся в федеральной собственности или в отношении которых используется «золотая акция» (АО с госучастием)

	На 1 июня 2005г.		На 1 января 2009г.		На 1 января 2010г.	
	ед.	%	ед.	%	ед.	%
Непроизводственная сфера	685	18,1	383	11,5	1162	39,4
Промышленность	2078	54,9	1583	47,4	674	22,8
Строительство	287	7,6	234	7,0	160	5,4
Транспорт и связь	459	12,1	280	8,4	269	9,1
Сельское хозяйство	229	6,1	522	15,6	397	13,5
Лесное хозяйство	45	1,2	...	...	...	...
Прочие отрасли	...	...	335	10,0	288	9,8
Всего	3783	100,0	3337	100,0	2950	100,0

Динамика количества федеральных государственных унитарных предприятий (ФГУП)

	На 1 июня 2005г.		На 1 января 2009г.		На 1 января 2010г.	
	ед.	%	ед.	%	ед.	%
Непроизводственная сфера	3617	43,6	988	26,2	1424	40,5
Промышленность	1870	22,5	476	12,6	653	18,6
Строительство	903	10,9	300	8,0	252	7,2
Транспорт и связь	725	8,7	249	6,6	338	9,6
Сельское хозяйство	1111	13,4	611	16,2	410	11,7
Лесное хозяйство	67	0,8	...	,,,	...	...
Прочие отрасли	...	...	1141	30,3	440	12,5
Всего	8293	100,0	3765	100,0	3517	100,0

Источник: Институт экономики переходного периода (данные за 2005 и 2009г.). МЭР

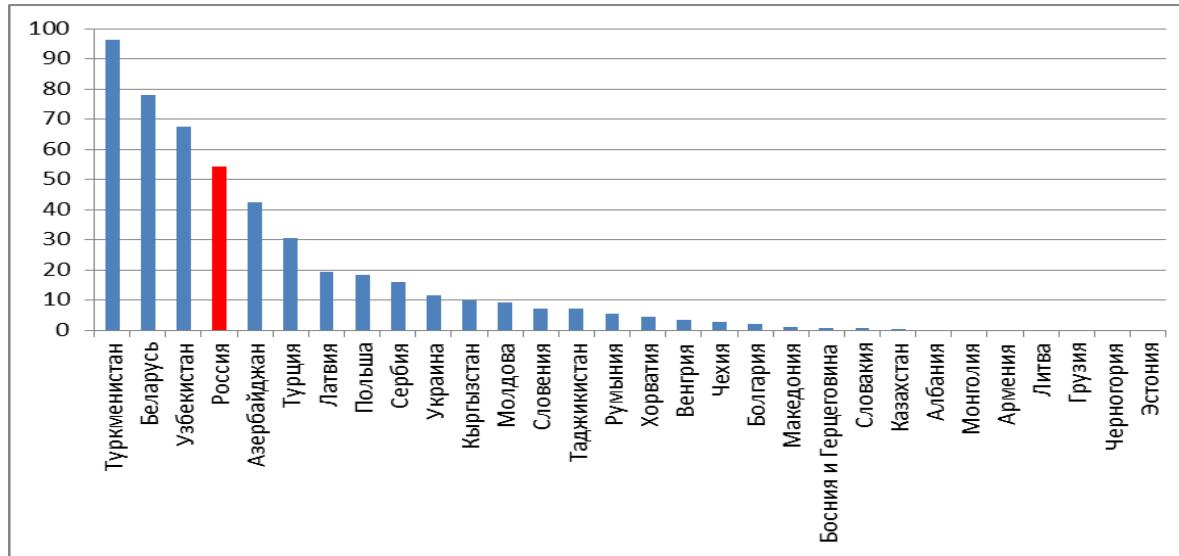
- На начало 2010 г. Российская Федерация являлась акционером 2950 АО и собственником 3517 ФГУПов. В 2005-2010гг. резко – более чем в 2,5 раза - сократилось количество ФГУПов, тогда как количество АО с госучастием снизилось лишь на четверть, при этом в 2009г. несмотря на кризис и возможность огосударствления их число снизилось на 12% по отношению к 2008г.
- На начало 2010 г. государство владело 100% акций в АО с госучастием в 60% случаев, а долей от 50% до 100%, т.е. контрольным пакетом - в 64%. Блокирующий пакет - 25-50% акций - у государства в 12% АО, а миноритарный – в 24%.
- В России потенциально может быть акционирована и приватизирована та часть из более, чем 7 тысяч предприятий (АО с госучастием и ФГУПы), которая не связана с выполнением государством своих функций, в частности – это миноритарные пакеты в АО.

Доля государства в экономике - в силу недостатков статистики – точно не известна, но по экспертным оценкам составляет 45-60%

- По данным официальных статнаблюдений оценить долю государства в собственности на федеральном уровне (на фоне наличия крупных квазигосударственных АО и госкорпораций и зависимых от них компаний) не представляется возможным в силу недостатков используемой методики. Необходима разработка новой методики и/или специальные исследования для точной оценки доли госсектора и перспектив приватизации.
- По данным экспертов, если в 2004 г. государство контролировало 81 компанию из 400 крупнейших (с совокупной выручкой 145 млрд. долл.), то в 2006 г. — уже 103 (с совокупной выручкой 283 млрд. долл.). Если в 2004 г. под контролем государства находилось 34,7% совокупной выручки 400 крупнейших компаний России, то по итогам 2007 г. — около 40% (Источник: комментарии составителей рейтинга 400 крупнейших компаний России журнала «Эксперт»).
- По оценкам министра финансов А. Кудрина, высказанным 5 октября 2009г. , доля государства в экономике России составляла «почти 50% и должна снизиться до 30-40%» (Источник: <http://www.rian.ru/crisis/20091005/187644688.html>).
- Как указывают эксперты, сейчас, по оценкам ОЭСР, доля государства в России превышает 45% – в нефтяной и газовой промышленности, 50% – в обрабатывающей промышленности, 60% в банковском секторе. Это выше показателей других развивающихся рынков и в ряде секторов – ТЭК, энергетика – может являться препятствием для привлечения частного инвестора (Источник: <http://slon.ru/blogs/aabramov/post/427594/>).

Особенно высока доля государства в банковском секторе

Доля государственной собственности на активы банковского сектора в России и странах Евразии, на конец 2009г., %



Источник: ЕБРР (цит. по «Структурная модернизация финансовой системы России», ИНСОР-Банк Москвы, февраль 2010г., с 85)

- В России наблюдается рост доли государственных и квазигосударственных банков – если до кризиса 1998г. их доля, по оценкам ИНСОРа, составляла около 30%, то по итогам 2009г. увеличилась до 54,2%. Кроме России госбанки занимают свыше 50% рынка всего в трех странах - Узбекистане, Беларуси и Туркменистане.
- Разрастание государственной собственности на активы банковского сектора, по оценкам ИНСОРа, неуклонно продолжалось в течение последних десяти лет и «лишь в определенной мере было пассивной реакцией на системные макроэкономические шоки».

Выбор из трех функций приватизации за правительством

Исходя из мирового опыта и существующих подходов в экономической литературе, целей у нынешнего этапа приватизации может быть три:

1. прагматичная – усиление позиций правящей партии перед выборами,
2. фискальная - погашение дефицита бюджета,
3. системная – повышение эффективности управления.

В усилении своих позиций перед выборами в среде крупного капитала государство не нуждается.

Остается выбор между фискальной и системной функциями приватизации. Какая точка зрения победит? Если продавать для покрытия бюджетного дефицита прямо сейчас, будет ли спрос на активы?

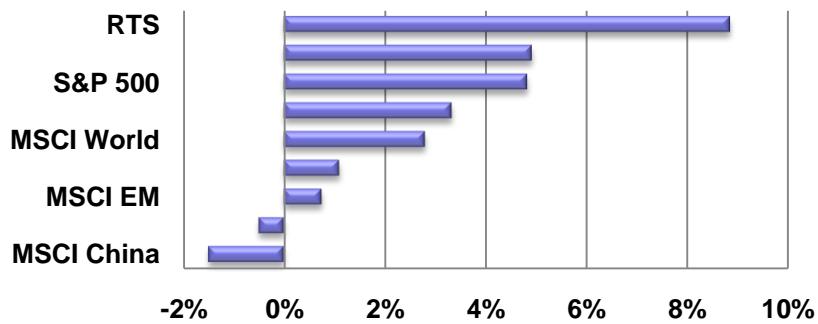


Содержание

1. Три этапа приватизации в истории новой России
2. **Аргументы Pro и Contra быстрой приватизации**
 - макроэкономические тенденции и инвестиционная привлекательность России
 - проблемы стоимостной оценки объектов приватизации
 - заимствования государства как альтернатива приватизации
3. Модернизация системы управления госимуществом и новый баланс целей российской приватизации
4. Обновление форм и методов приватизации

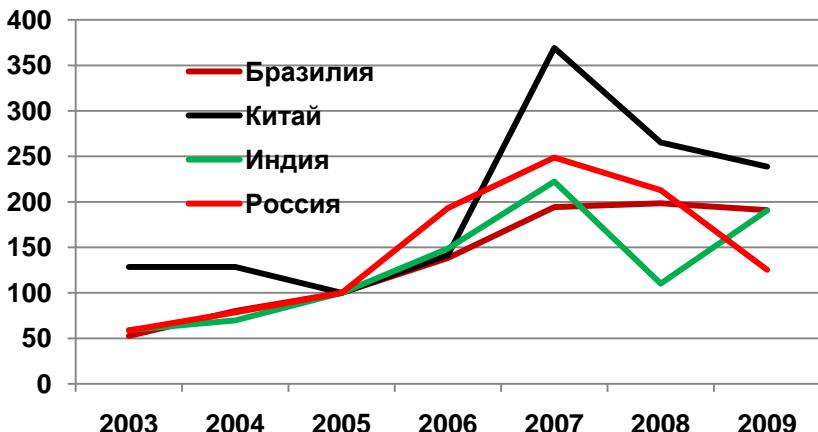
За быструю приватизацию тот факт, что сравнительная привлекательность российских фондовых активов по сравнению с другими странами БРИК довольно высока

Динамика фондовых индексов в 1 кв. 2010г., прирост %



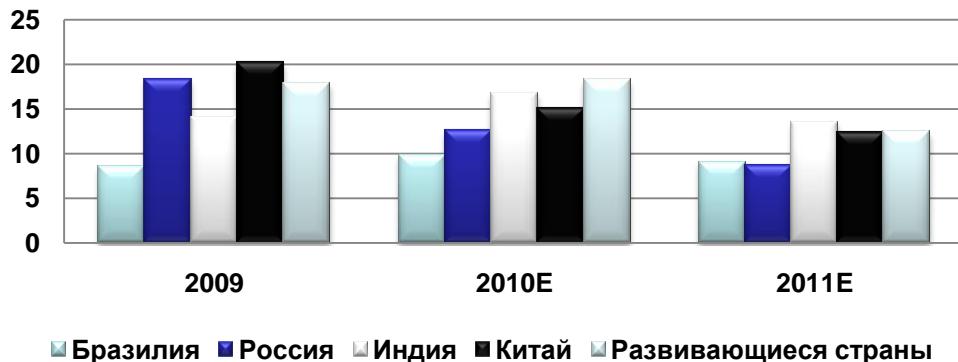
Источник: Bloomberg

Динамика фондовых индексов, 2005=100%



Источник: Reuters

P/E ratios в среднем по всем секторам



Источник: UBS, расчеты «Центра развития»

- До начала весеннего долгового кризиса в Европе российский фондовый рынок восстанавливался быстрее остальных, однако в период 2003-2009гг. это был далеко не лучший рынок среди стран БРИК.
- По сравнению со странами БРИК (кроме Бразилии) по усредненному показателю Р/Е российские акции выглядят недооцененными.
- При выборе объектов приватизации в дальнейшем нужно учитывать отраслевые показатели Р/Е.

Против приватизации то, что спрос со стороны российского корпоративного сектора и населения на государственные активы будет ограничен в течение нескольких лет

- Объем длинных денег на внутреннем рынке ограничен
- Российские корпорации, лишившиеся после кризиса возможности привлекать (в значительных объемах) внешние ресурсы, будут конкурентами государства на ниве приватизации. Об этом косвенно говорит тот факт, что в 2009г. – первой половине 2010г. наметилась тенденция к прекращению корпоративных конфликтов (внутри ОАО «Евроцемент, между Альфа-групп и Telenor и др.)
- Населениепомнит о неудачных «народных» IPO

Спрос со стороны иностранных инвесторов на объекты новой приватизации будет сегментирован по регионам мира и находиться под влиянием внешней конъюнктуры

- ❑ Большинство глобальных портфельных инвесторов из Европы и Америки в среднесрочной перспективе будут стараться избежать вложений в рискованные активы, а значит будут покупать в первую очередь активы развитых стран, которые в свою очередь будут увеличивать предложение таких активов, чтобы решить проблему выросших дефицитов госбюджета
- ❑ Азиатские инвесторы не являются (в значительной своей массе) носителями оригинальных новых технологий (неимитационного характера), в первую очередь необходимых российской экономике



Выбор новых объектов для приватизации произведен, однако критерии целесообразности этого выбора не ясны, по многим выбранным объектам есть возражения (см. следующие слайды)

Показатели крупнейших российских компаний, намечаемых к приватизации в 2011-2013 гг. (млн. долл., данные за 2009, если не указано иное)

	Выручка	Чистая прибыль	Капитализация	Р/Е	Р/Е (среднее для развивающихся стран)	Рентабельность , %	Чистый долг/ЕБИТДА	Доля государства /пакет на продажу, %
Роснефть	46 826	6 814	67 258	7,2	11,7	15,0	1,5	75,16 /24,16
Транснефть	10 853	3 812	5 550	0,5	11,7	33,0	1,4	78,1 /27,10
Русгидро	4 023	450	13 419	11,7	12,7	22,0	-0,6	60,38/9,38
ФСК	2 916	519	12 057	21,0	11,6	13,0	н/д	79,11/28,1
Совкомфлот	1 634	339	н/д	н/д	н/д	20,7	н/д	100/25-1ак.
Росспиртпром	1 000	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Росагролизинг	197	6	н/д	н/д	н/д	2,8	н/д	н/д
Объединенная зерновая компания	34	11	н/д	н/д	н/д	32,4	н/д	н/д
Россельхозбанк		29	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100/49
Всего	67 483	10 871	170 835	...	...	...	...	...

Примечание: Совкомфлот – данные за 2008г.; показатели капитализации и Р/Е даны по оценке на середину 2010г.; рентабельность рассчитана по чистой прибыли, выручка Росспиртпрома – экспертная оценка

Источник: Данные компаний, Сбербанк, Банк Москвы

- По оценке министра финансов А.Кудрина, власти могут получить в течение следующих трех лет 298, 276 и 309 млрд. рублей – в сумме около 30 млрд. долл. по текущему курсу, или примерно 15% от текущей суммарной капитализации выставляемых на продажу активов.
- Спрос на эти активы и возможность их эффективной продажи будут зависеть от ситуации на мировых рынках, прогноз которой пока затруднен.

В мае 2010 российские нефтяные ВИНК выглядели недооцененными по сравнению с конкурентами из развивающихся стран не менее чем на 50%

Характеристики рынка акций крупнейших российских компаний нефтегазового сектора и их конкурентов из развивающихся стран – момент для приватизации не самый лучший

Компания	Страна	Капитализация	EV	Див. доходность, %		EV/EBITDA		P/E		EV/Production	
				\$ mn	\$ mn	2008	2009	2010E	2009	2010E	2011E
Russian integrated oils											
Rosneft	Russia	77 852	88 576	0,8	5,0	4,6	8,9	7,4	6,2	93,9	90,9
Lukoil	Russia	48 677	54 665	2,8	3,3	3,5	5,8	5,7	5,4	67,3	67,2
TNK-BP Holding	Russia	33 520	33 452	10,1	3,8	3,5	6,0	5,5	4,5	54,2	53,2
Surgutneftegaz	Russia	42 342	27 477	2,2	4,0	3,5	10,6	9,5	7,5	50,3	50,1
Gazprom Neft	Russia	26 076	29 585	3,4	3,9	5,3	5,6	9,4	8,5	73,0	71,7
Tatneft	Russia	11 864	14 805	2,8	7,2	7,1	8,5	8,6	4,8	76,3	76,0
Среднее		240 330			4,5	4,6	7,6	7,7	6,1	69,2	68,2
Russian gas companies											
Gazprom	Russia	137 839	183 103	0,1	5,5	4,3	7,5	5,0	4,6	51,4	50,8
Novatek	Russia	23 076	23 950	1,5	10,8	13,8	15,1	20,1	14,4	77,4	73,5
Среднее		160 915			8,1	9,1	11,3	12,5	9,5	64,4	62,2
Russian pipelines											
Transneft	Russia	8 167	18 444	0,7	3,1	3,0	2,7	3,0	2,6	n/a	n/a
Emerging market oils											
PetroChina	China	211 727	230 385		6,4		14,0				
Sinopec	China	68 803	98 880	2,3	4,2	4,0	8,0	7,3	6,6	241,8	229,6
PTT Exploration & Production	Thailand	15 388	15 180	3,2	5,1	4,7	18,0	15,5	11,8	161,8	153,8
Oil & Natural Gas Corporation	India	50 321	55 404	3,2	4,9	5,6	9,1	10,1	9,8	125,1	120,8
Среднее					5,2	4,8	12,3	11,0	9,4	176,2	168,1

Источник: UBS-май 2010г. , Данные компаний

Русгидро не является недооцененной компанией в сравнении с аналогичными компаниями за рубежом, однако ее инвестиционную привлекательность снижает нулевая дивидендная доходность (на уровне выплат в размере 3-12% к цене акций у конкурентов)

Характеристики рынка акций российской гидроэнергетической компании Русгидро и ее конкурентов из развивающихся и развитых стран – выбор Русгидро не поддается логическому обоснованию

	Страна	Капита-лизация, \$bn	EV, \$bn	Дивид. доход-ность, %	EV/Sales		EV/EBITDA		P/E		EBITDA margin, %	Мощность, GW
				2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	
Русгидро	Russia	15,5	14,6	0%	5,4	5,0	8,5	7,7	13	13	64%	25
Среднее / Russia		15,5		0%	5,4	5,0	8,5	7,7	13	13	64%	
China Yangtze Power	China	22,0	28,0	3%		10,4		11,2	33	20	88%	13
Tractebel Energia	Brazil	8,3	7,9	5%	4,4	4,2	7,1	7,4	11	12	62%	6
CESP	Brazil	4,7	5,9	2%	4,4	4,9	8,5	7,8	8	13	55%	8
AES TIETE (PN)	Brazil	4,3	3,9	12%	4,6	4,5	6,1	5,6	9	8	75%	3
Среднее / Emerging market		39		4%	4,4	4,7	7,1	7,6	10	12	69%	
Verbund AG	Austria	11,7	16,0	4%	3,9	3,9	9,4	11,2	14	15	41%	6
Среднее / Developed		12		4%	3,9	3,9	9,4	11,2	14	15	41%	

Источник: UBS-03 май 2010г., Данные компаний

Россельхозбанк не торгуется на бирже, однако если ориентироваться на фондовые мультиликаторы других российских банков с госучастием, то они могли бы быть приватизированы уже сейчас, однако это идет вразрез со стратегией создания в России МФЦ

Характеристики рынка акций крупнейших российских банков с госучастием и их конкурентов из развивающихся и развитых стран – приватизировать можно, но... нельзя!

Компания	Страна	Капита-лизация	Дивидендная доходность, %	Net Interest margin %	P/E		Assets, \$ mn		Mkt Cap / Assets	
					\$ mn	2008	2009	2010E	2009	2010E
Sberbank	Russia	58 285	0,8	7,3	40,8	11,2	234 386	301 138	0,25	0,19
VTB	Russia	28 348	1,8	4,0	n/a	15,4	115 613	144 679	0,25	0,20
Bank of Moscow	Russia	4 296	0,2	3,9	n/a	83,7	22 400	26 008	0,19	0,17
Average				5,7	28,6	25,8	59 016	73 809	0,21	0,18
Raiffeisen International Bank Holding	Austria	7 577	1,3	3,6	36,0	18,7	109 234	190 083	0,07	0,04
Komerconi Banka as	Czech Republic	7 862	4,9	3,0	10,1	12,2	37 770	37 376	0,21	0,21
OTP Bank	Hungary	9 768	0,0	6,0	14,5	16,9	51 078	49 565	0,19	0,20
BRE	Poland	2 824	0,0	2,0	n/a	18,4	28 262	28 701	0,10	0,10
Pekao	Poland	14 931	0,0	3,1	14,0	16,4	45 563	47 379	0,33	0,32
Akbank	Turkey	19 826	2,1	4,8	7,8	10,5	68 659	71 311	0,29	0,28
Garanti Bank	Turkey	19 973	0,0	5,0	5,7	10,2	77 673	83 610	0,26	0,24
Bank of China	China	131 298	4,1	2,0	9,4	9,1	1 281 409	1 550 590	0,10	0,08
China Construction Bank	China	190 263	3,4	2,4	12,2	10,2	1 409 602	1 679 343	0,13	0,11
State Bank of India	India	32 841	1,4	2,5	9,2	14,2	190 111	244 045	0,17	0,13
KB Financial Group	Korea	18 894	4,5	2,6	31,4	9,8	224 831	248 032	0,08	0,08
Standard Bank Group Ltd	South Africa	24 135	4,5	3,2	11,7	12,1	182 228	187 042	0,13	0,13
Developed market banks										
Average				1,4	14,0	15,0	1 597 922	1 584 937	0,05	0,05

Источник: UBS-май 2010г., Данные компаний

Еще совсем недавно задача пополнения доходов бюджета за счет приватизации была не самой приоритетной, что отражено в программе приватизации, принятой в конце 2009г. Что изменилось сейчас?

Основные задачи приватизации на 2010-2012 гг. направлены на обеспечение соответствия состава госимущества функциям государства и в текущем прогнозном плане приватизации (распоряжение Правительства России № 1805-р от 30.11. 2009г.) были определены как:

- проведение структурных преобразований в отраслях экономики
- формирование интегрированных структур в стратегических отраслях экономики, находящихся под контролем государства
- приватизация федерального имущества, не задействованного в обеспечении осуществления государственных функций и полномочий Российской Федерации
- создание условий для привлечения внебюджетных инвестиций для развития акционерных обществ
- формирование доходов федерального бюджета.

Против быстрой приватизации тот факт, что в последние годы госимущество не генерировало значительных объемов поступлений в госбюджет

Структура поступлений в федеральный бюджет имущественного характера в 2000-2009 гг.

	Совокупные доходы от приватизации (продажи) и использования государственного имущества	в том числе				
		доходы от приватизации (невозобновляемые источники)	доходы от использования государственного имущества (возобновляемые источники)			
Год	млрд. руб.	% ВВП	млрд. руб.	% ВВП	млрд. руб.	% ВВП
2000	50,4	0,7	27,2	0,4	23,2	0,3
2001	39,5	0,4	10,3	0,1	29,2	0,3
2002	46,8	0,4	10,4	0,1	36,4	0,3
2003	135,3	1,0	94,1	0,7	41,3	0,3
2004	120,8	0,7	70,5	0,4	50,2	0,3
2005	97,4	0,5	41,3	0,2	56,1	0,3
2006	93,9	0,3	24,7	0,1	69,2	0,3
2007	105,8	0,3	25,4	0,1	80,3	0,2
2008	88,7	0,2	12,4	0,03	76,3	0,2
2009	36,4	0,1	4,5	0,01	31,8	0,1

Источник: Институт экономики переходного периода (Российская экономика в 2009г., с.476)

- Поступления в федеральный бюджет от приватизации даже в самые благоприятные предкризисные годы не превышали 94 млрд. рублей (0,7% ВВП в 2003г.), снизившись в 2007г. до 25 млрд. рублей (0,1% ВВП), что говорит о необходимости серьезного изменения используемых подходов для того, чтобы сделать приватизацию значимым источником покрытия дефицита бюджета в ближайшие годы.

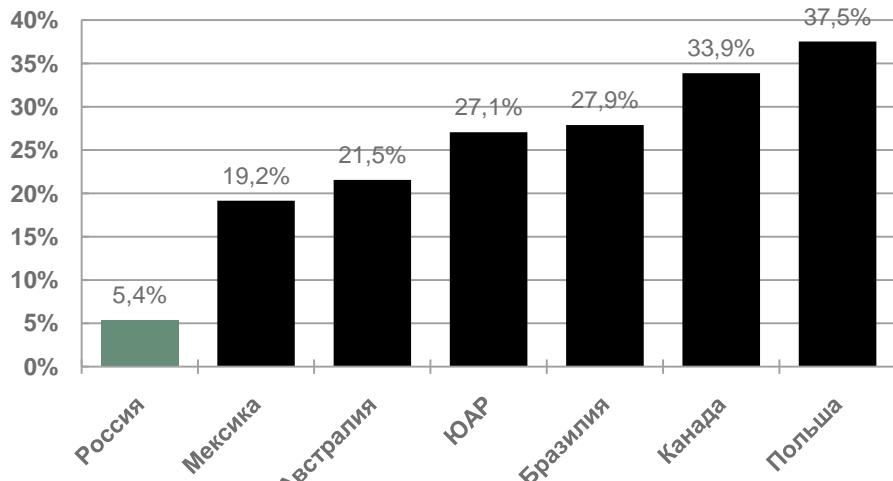
Приватизация – лишь один из актуальных вариантов финансирования дефицита бюджета

Внешнее финансирование	Внутреннее финансирование	Приватизация
Плюсы		
<ol style="list-style-type: none">1. Не происходит конкуренции за средства внутри экономики с частным сектором2. Понижающим образом действует на процентные ставки	<ol style="list-style-type: none">1. Развитие внутреннего рынка ценных бумаг2. Формирование кривой доходности в экономике как ориентира для инвесторов3. Возможность эмиссионного рефинансирования (если нет угрозы инфляции)	<ol style="list-style-type: none">1. Возможно одномоментное получение значительных средств от продажи госактивов2. Не растет госдолг – экономия на его обслуживании3. Уменьшаются расходы на содержание убыточных объектов госсобственности4. Улучшаются адаптивные возможности экономики в силу большей гибкости и эффективности управленческих механизмов частного сектора экономики в конкурентных секторах
Минусы		
<ol style="list-style-type: none">1. Зависимость от конъюнктуры международных рынков капитала2. Валютные риски3. Масштабные заимствования провоцирует приток международного спекулятивного капитала4. Усиление волатильности курса национальной валюты5. Необходимость стерилизации избыточной денежной массы	<ol style="list-style-type: none">1. Возможность эмиссионного рефинансирования (есть угроза инфляции)2. Вытеснение частных заёмщиков3. Рост процентных ставок в экономике	<ol style="list-style-type: none">1. Процедурные сложности, возможность продажи собственности по заниженной цене2. Государство лишается возможности получения дивидендов3. Если инвестор для финансирования сделки привлекает средства из-за рубежа, то возникают риски аналогичные п.3 при использовании схемы внешнего финансирования

- Приватизация не имеет явных преимуществ перед другими способами покрытия дефицита.
- В данный момент, по крайней мере, не менее актуальным способом покрытия бюджетного дефицита являются внутренние или внешние заимствования.

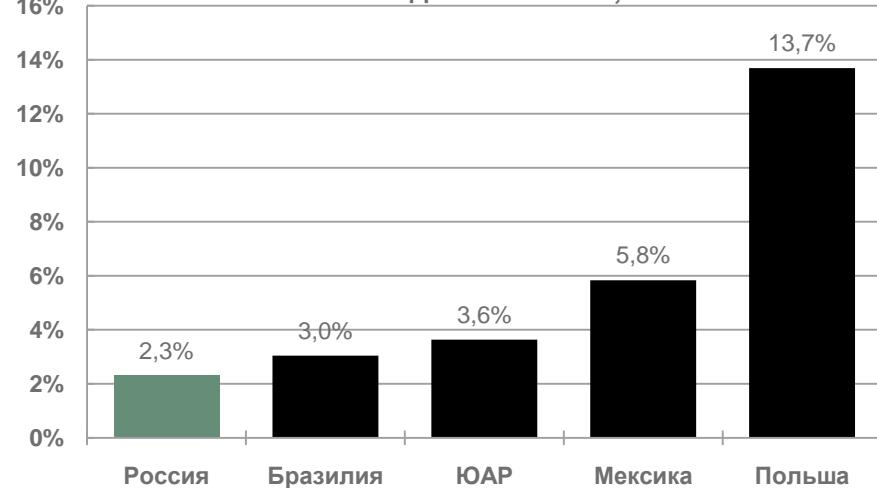
Возможности для развития рынка внутреннего госдолга в России для формирования дополнительных источников покрытия бюджетного дефицита недоиспользуются

Объем внутреннего долга в 2009г., % ВВП



Источник: Ренессанс-Капитал

Объем внешнего долга в 2009г., % ВВП

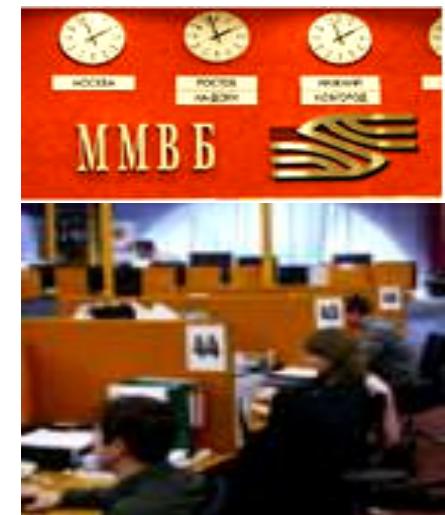


Источник: Ренессанс-Капитал

- Обсуждения весной 2010г. в Экспертном Совете при правительственной комиссии по экономическому развитию и интеграции показало, что в условиях большого дефицита бюджета и высокой зависимости от сырьевых цен финансирование дефицита за счет внутреннего долга более предпочтительно по сравнению с внешними займами, так как первый может быть рефинансирован Банком России или монетизирован через инфляцию (см.: http://www.ane.ru/documents/expert_sovet/gosdolg_es.pdf).
- По данным «Ренессанс – Капитал», ряд близких к России по экономической модели стран в последние годы снизили объемы внешних займов и развивали рынок внутреннего долга. В России такой вектор развития, помимо генерирования доходов для покрытия дефицита бюджета облегчает также переход к таргетированию инфляции (от таргетирования валютного курса), что является новой среднесрочной целью Банка России.
- Имеются серьезные аргументы в пользу того, что необходимо форсированно развивать инфраструктуру рынка внутренних заимствований и иметь адаптивную стратегию его функционирования.

Развитие рынка внутреннего долга – назревшая необходимость

- Инфраструктура рынка внутреннего долга может быть развита в относительно короткие сроки при целенаправленной и согласованной работе Минфина и Банка России.
- Наличие согласованной со всеми заинтересованными участниками и прозрачной стратегии развития рынка государственных облигаций даст положительный импульс развитию отечественного финансового рынка и будет способствовать решению задачи создания МФЦ.
- Необходимо более полное использование потенциала внутренних заимствований для покрытия дефицита бюджета.
 - При лимите чистых заимствований на внутреннем рынке на 2010г. почти 600 млрд. руб. в первом полугодии отмечалось серьезное отставание от потенциально возможных объемов заимствований.



Содержание

1. Три этапа приватизации в истории новой России
2. Аргументы Pro и Contra быстрой приватизации
- 3. Новый баланс целей российской приватизации и модернизация системы управления госимуществом**
 - баланс целей новой приватизации
 - достройка производственных цепочек российских холдингов и сфокусированное привлечение ПИИ - новые цели новой приватизации
 - «модельная оцифровка» системы управления госимуществом на федеральном уровне
4. Обновление форм и методов приватизации

Необходим **новый баланс целей российской приватизации (по сравнению с планом 2009г.), учитывающий изменение ситуации и направленный на прогрессивные структурные изменения в экономике**

Приватизацию необходимо рассматривать не только как инструмент

- оптимизации размеров госсектора (для перехода «от бюрократического государства к государству предпринимательского типа» за счет сокращения числа объектов управления, не связанных с выполнением государственных функций);
- улучшения структуры госсектора (в частности, за счет формирования внутри него вертикально интегрированных структур);
- повышение доходов федерального бюджета (наряду с новыми налогами, внешними и внутренними займами),

но и таких целей как

- повышение конкурентоспособности частного сектора (например, за счет достройки производственных цепочек российских холдингов внутри страны);
- привлечение прямых иностранных инвестиций (ПИИ) – носителей новых технологий и ноу-хау.

В ходе нового этапа приватизации в России необходимо учитывать мировой опыт и параллельно проводить не столько антимонопольную, сколько проконкурентную политику, которая в последние годы полностью выпала из списка приоритетов государства



- «Эффективность приватизации и эффективность самих рынков всегда взаимосвязаны. В переходных экономиках сильный рынок определяет успех приватизационных программ, и наоборот. ...Положительное воздействие приватизации на экономику будет зависеть от устойчивости и стабильности частного сектора» (*Источник: William L. Megginson, Jeffry M. Netter, FROM STATE TO MARKET: A SURVEY OF EMPIRICAL STUDIES ON PRIVATIZATION, Journal of Economic Literature, August 31, 2000*)
- «Приватизация ...играет важную роль, равно как и конкурентная и рыночная среда» (*Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature Prepared by Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan, IMF Working Paper, January 1999*).
- «Если государство решило развивать частный сектор, оно должно обеспечить соответствующую среду для действий рыночных агентов, складывающуюся из макроэкономической стабильности, строго ограниченного доступа к бюджету, конкурентных рынков и защищенных прав собственности» (Там же).



Приватизация как способ внутренней достройки производственных цепочек российских холдингов



- В целях достройки своих производственных цепочек российские холдинги активно инвестируют за рубежом, однако внутренний ресурс для этого в форме запаса госактивов (в частности в ГК Ростехнологии) недоиспользуется.
- Для выявления разрывов и недостающих звеньев в производственных цепочках российских холдингов необходимо провести соответствующий анализ.

Анализ позволяет выделить новые сферы, ставшие сейчас потенциально привлекательными для ПИИ в Россию

Можно предвидеть растущую привлекательность для иностранных инвестиций предприятий по крайней мере следующих секторов:

- химической промышленности, получающей сырье из развитого в России нефтегазового комплекса
- энергетического машиностроения и производства электрооборудования (отраслевики для сырьевого сектора)
- железнодорожного машиностроения (Россия имеет протяженную сеть и изношенный парк локомотивов и подвижного состава)
- лесного комплекса (эксплуатация лесов) и лесобумажной промышленность

Для увязки разных целей приватизации необходимы регулярные действия в указанных ниже трех направлениях



- Инвентаризация госимущества – выработка принципов ранжирования объектов госимущества и осуществление его на практике.



- Сопоставление стратегических альтернатив использования госимущества.



- Выработка обоснованного прогнозного плана приватизации на перспективу.

Инвентаризация госимущества необходима для того, чтобы ответить на вопрос: Что имеем в собственности?

Для инвентаризации предприятий, пакеты акций которых находятся в госсобственности, необходимо:

- Создание полной базы и рейтингование предприятий (по показателям финансового состояния, наличию критических технологий, численности занятых, позициям на рынке, участию в обеспечении экономической безопасности России, вхождению в те или иные производственные кластеры и существующие производственные цепочки и другим показателям).
- Выделение на основе построенных рейтингов предприятий, которые могут быть приватизированы в первую, вторую, третью и т. д. очередь (с учетом нахождения альтернативных механизмов регулирования того или иного отраслевого рынка прямому владению акциями).
- Выделение из предприятий первой очереди т.н. пилотных проектов.

Сопоставление стратегических альтернатив использования госимущества должно помочь ответить на вопрос: что и как делать? и сформировать механизм «умных», штучных продаж

Альтернативными вариантами использования госимущества являются следующие:

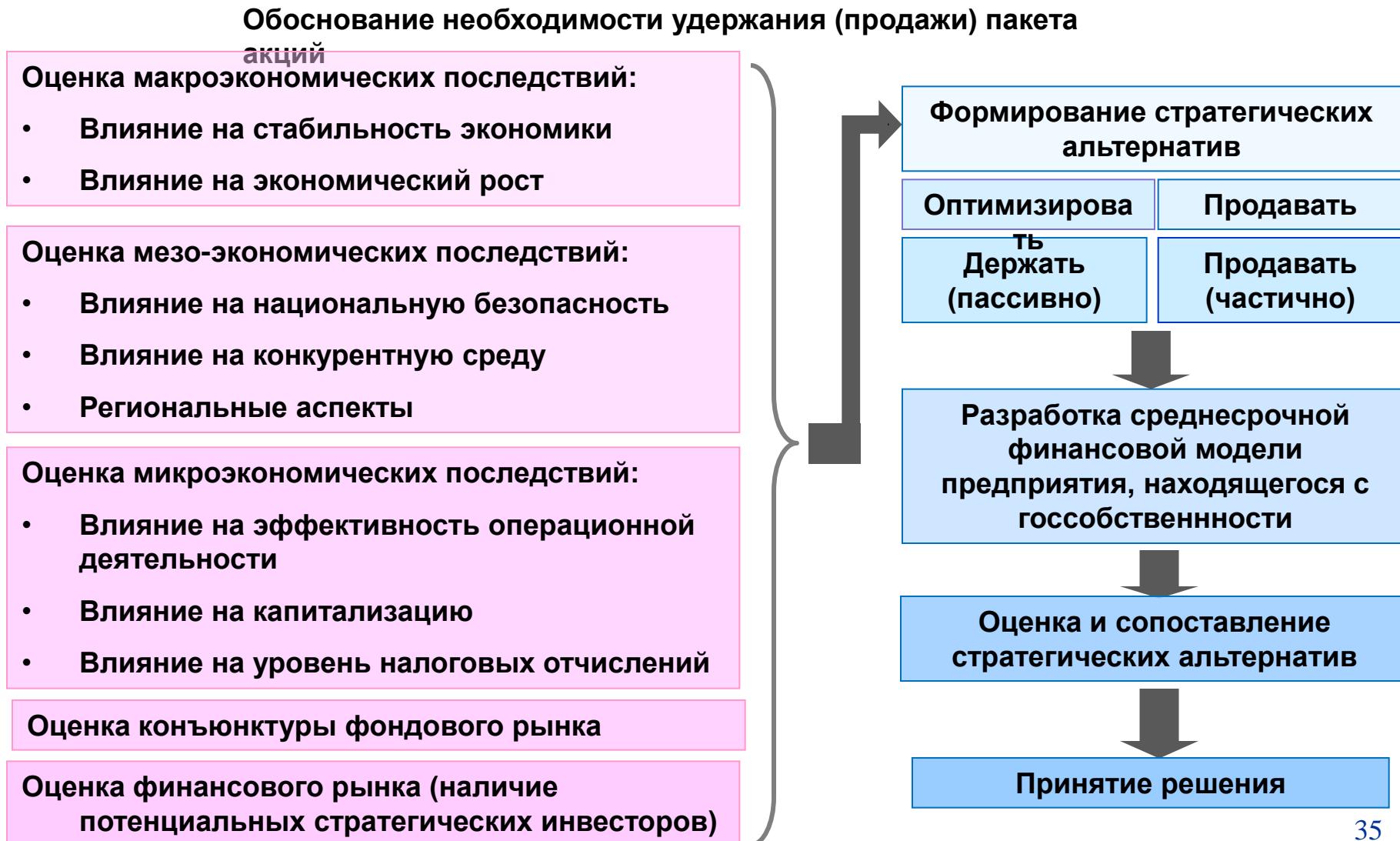
- оптимизация управления – предприятие остается в гос. собственности, но снижаются расходы на его обеспечение (происходит пересмотр функций предприятия, сокращение издержек и повышение его продажной стоимости);
- передача имущества в управление и приватизация в будущем при повышении стоимости (предполагается постановка задач управления, мониторинг управляющего, в том числе учет затрат на него);
- немедленная приватизация – допуск частных собственников к управлению, частичный или полный.

Инструмент решения задачи выбора того или иного варианта:

- финансовое моделирование (на основе построения финансовых моделей предприятий, на первом этапе крупнейших, среди которых по типу в основном стандартные Discounting cash-flow models - DCFM, предполагающие дисконтирование прогнозных денежных потоков, или модели, основанные на других методах).
- выбор механизма продажи на альтернативной основе (в соответствии с новой редакцией ФЗ от 31 мая 2010 N106-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный Закон «О приватизации...»

В итоге, как резюме получаем определение варианта максимизации дохода государства от того или иного предприятия за определенный период (10 или 15 лет) на основе сопоставления суммы поступлений от полного владения, частичной или полной приватизации.

Предлагаемый механизм формирования позиции государства в отношении пакетов акций, находящихся в федеральной собственности



Выбор новых объектов для приватизации должен учитывать альтернативы: немедленная продажа или получение дивидендов в течение длительного срока.

По каждому крупному объекту госсобственности должна быть разработана его финансовая модель! (См. следующий слайд)

Дивиденды и стоимость намеченного для продажи пакета акций Роснефти и Транснефти (млн. рублей, если не указано иное)

	Дивиденды за 2009г.	Изменение выплат по сравнению с 2008г.	Доля прибыли 2009г., направленной на дивиденды	Доля государства в собственности	Кумулятивные дивиденды за 10 лет (инерционный прогноз)	Текущая капитализация (по курсу 30 руб. за 1 \$)	Возможный одномоментный доход от продажи намеченного пакета в 2010г.
Роснефть	24 376	19,8%	11,8%	75,2%	183 210	2 017 740	487 486
Транснефть	973	164,4%	25,0%	78,1%	7 599	166 500	45 122

Источник: Данные компаний, www.slon.ru

- Реальные одномоментные поступления от продажи пакета одной только Роснефти при текущих ценах на ее акции могут составить до 500 млрд. рублей, а Транснефти до 50 млрд. рублей, однако государство при этом потеряет около трети прогнозируемого на 10 лет объема дивидендов, то есть около 60 и 2,5 млрд. рублей.

Общая схема возможной прогнозной эконометрической модели предприятий (см. ниже) основана на среднесрочном макропрогнозе МЭРа (в качестве экзогенных переменных) и учета эластичности к ним показателей экономики того или иного предприятия. Модели реализуется в среде Excel, что облегчит их возможное использование сотрудниками МЭРа или Росимущества, в чьем ведении находится госимущество



- ❑ Расчет т.н. «Справедливой стоимости» акций (Fair Value), то есть прогноз цены акций производится на основе стандартной модели дисконтирования «Денежного потока», доступного для акционеров, используемой в деятельности всех крупных инвестибанков.
- ❑ Денежный поток, доступный для акционеров = Чистая прибыль от основной деятельности (т.е. прибыль до уплаты налогов минус налог на прибыль) + Амортизация – Инвестиции в основной капитал – Инвестиции в неденежный оборотный капитал – Платежи по основной сумме долга + Прирост задолженности всех видов.
- ❑ Расчет прогнозной Справедливой стоимости (Fair Value) ведется на основе усреднения двух или более оценок, полученных альтернативными методами дисконтирования.

Содержание

1. Три этапа приватизации в истории новой России
2. Аргументы Pro и Contra быстрой приватизации
3. Новый баланс целей российской приватизации и модернизация системы управления
4. **Обновление форм и методов приватизации**
 - новые цели приватизации требуют новых форм ее проведения
 - прогнозный план приватизации = результат инвентаризации и стратегического выбора → руководство к действию

Отвечая на вопрос как делать?, необходимо создавать и отрабатывать новые формы продажи госпакетов на аукционах

- В 1990-х гг. проблема эффективности приватизационных аукционов вышла на передний план – в развивающихся странах в связи с приватизацией, а в развитых странах в связи с deregulированием сектора телекоммуникаций
- В теории аукционов выделяется всего несколько базовых типов аукционов, каждая из которых имеет свою специфику

Для выбора оптимальной формы аукциона необходимо учитывать имеющийся опыт и результаты исследований, при этом выбор должен быть научно обоснован

Говоря о новых перспективных формах приватизационных аукционов необходимо отметить следующее:

- Некоторые из руководителей Росимущества считают, что перспективно дополнение доминирующего сейчас открытого аукциона в классической форме т.н. голландским аукционом, то есть открытым аукционом с понижением цены (при заявлении о готовности купить актив, цена начинает пошагово повышаться).
- Возможно это так, но нужны дополнительные исследования этой важной и крайне сложной проблемы. В частности, работы лауреата Нобелевской премии 2002г. В.Смита показали, что «наибольшие цены устанавливаются в ходе английского аукциона и закрытого аукциона второй цены. Второе место занимает закрытый аукцион первой цены, и лишь последнее – голландский аукцион».
- Механизмы аукционов настолько сложны, что современная экономическая теория не в состоянии дать точную прогнозную оценку результатов. По этой причине единственным возможным решением проблемы становится экспериментальный метод, используемый в университетах США (в частности т.н. метод «прогонного туннеля», или «метод аэродинамической трубы (wind tunnel)»). Опыт такого рода исследований, использованный при deregулировании рынков электроэнергии в странах Океании, целесообразно изучить с целью адаптации в России (по всей видимости ранее этого не делалось).

Необходимо создание и отработка новых форм приватизации для повышения ее структурной и финансовой эффективности



Среди перспективных форм можно отметить:

- Новые формы аукционов (аукционные торги- это не просто процесс купли-продажи, а особая психологическая битва между покупателями. Побеждает тот, кто правильно продумает стратегию своего участия в торгах и спокойно ее осуществит).
- IPO (с учетом недопущения размывания госпакета).
- Он-лайн торги в режиме видео-конференции и электронные торги (при этом увеличивается количество участников и минимизируются возможности сговора между участниками и коррупции).

Выработка прогнозного плана приватизации должна помочь ответить на вопрос: Когда делать?

Разработка прогнозного плана приватизации предусмотрена ФЗ от 31 мая 2010 N106-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный Закон «О приватизации...». В нем необходимо отразить следующие аспекты приватизации:

- Оценка влияния на отрасль.
- Оценка перепрофилирования активов.
- Оценка структурных изменений в экономике.
- Оценка нежелательных последствий от приватизации (например, рост инфляции при невозможности покупателем госактивов в сфере естественных монополий покрыть издержки при росте долговой нагрузки из-за долга, взятого для участия в приватизационном аукционе и др.).

Процесс приватизации должен быть эшелонирован с учетом комплекса задач

- Темпы приватизации должны определяться в зависимости от конъюнктуры рынка, исходя из цели максимизации доходов государства от приватизации.
- Целесообразно использовать приватизацию для достройки производственных цепочек российских холдингов внутри страны и для привлечения ПИИ в отрасли с потенциально высоким спросом, требующие кардинальной модернизации в целях импортозамещения, так как темпы роста внешнего спроса в ближайшие годы будут ограниченными.
- Приватизация в качестве цели и задачи должна включать повышение эффективности корпоративного управления, но для этого необходима продажа пакетов, лишающая государство контрольного пакета, и создание ликвидного внутреннего рынка акций (возврат торговли российскими акциями из-за рубежа на российские фондовые площадки).



Спасибо за внимание!

