

ПРИВАТИЗАЦИЯ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ ЛИЦОМ

КУЧАЕВ А.И., ВЕД. АНАЛИТИК ИФИ, 05 октября 2012 г.

Государство готовит вторую волну приватизации. В список компаний, которые должны быть выведены из-под прямого контроля государства, входят крупнейшие энергетические, нефтедобывающие, производственные корпорации.

Таблица 1. Наиболее крупные приватизируемые компании

Компания	Доля государства	
	2012 г.	2016 г.
Полный выход государства		
ВТБ	75,5%	0%
Россельхозбанк	100%	0%
Росагролизинг	99,9%	0%
Совкомфлот	100%	0%
Шереметьево	83%	0%
Аэрофлот	51%	0%
Объединенная зерновая компания	100%	0%
АЛРОСА	83%	0%
Русгидро	60%	0%
Роснефть	75%	0%
Зарубежнефть	100%	0%
Интер РАО ЕЭС	20%	0%
Частичная приватизация		
РЖД	100%	75%
ФСК ЕЭС	77,7%	75%
Транснефть	100%	75%
Объединенная судостроительная корпорация (ОСК)	100%	50%
Объединенная авиастроительная корпорация (ОАК)	93%	50%
Уралвагонзавод	100%	50%

Источник: Распоряжение Правительства РФ от 20 июня 2012 г. № 1035-р

Всего программа затрагивает 1408 госкомпаний из 2714 существующих акционерных обществ с госучастием.

Это порождает ряд непростых вопросов: как изменится ситуация в отраслях, откуда уйдет государство; как впоследствии будут реализовываться государственные интересы в этих отраслях; насколько приватизация коррелирует с долгосрочными государственными целями (устойчивое развитие, инновационное развитие и т.д.).

Так, например, все компании с государственным участием на протяжении 2011 г. разработали и приняли программы инновационного развития. Какая судьба ждет их после приватизации? Имеет ли государство достаточно эффективные механизмы для стимулирования инноваций у частных компаний?

Возможно, в данной ситуации было бы целесообразно передавать вместе с приватизируемым активом и определенные обязательства, которые отражают цели государства. Подобная попытка была осуществлена при продаже энергогенерирующих компаний, когда РАО ЕЭС заключало с инвестором одновременно и акционерное соглашение и договор на предоставление мощности (по сути, инвестиционная программа). Но в конечном итоге программы выполнены не были, а активы уже находятся в частных руках.

Вполне вероятно, имеет смысл пойти дальше, и активы не продавать, а «сдавать» в аренду, т.е. сделать так, как это реализовано и эффективно работает в недропользовании: компания не получает в собственность запасы, а заключает лицензионное соглашение, в котором четко прописываются определенные (существенные) условия пользования недрами, при этом государство имеет работающий механизм по возвращению запасов на государственный баланс.

ЛИЦЕНЗИОННАЯ ПРИВАТИЗАЦИЯ

Процесс приватизации в традиционном понимании означает передачу имущественных прав на приватизируемый актив в руки частного бизнеса.

За период владения активом частный бизнес извлекает прибыль, которая складывается из двух частей – выплаченные дивиденды (**D**) и изменение стоимости актива (**P**).

$$\pi = D + P = \left[\sum_{i=1}^T \frac{d_i}{(1+r_i)^i} \right] + \left[\frac{p_T}{(1+r_T)^T} - p_0 \right], \quad (1)$$

где **T** – период владения активом, r_i – ставка дисконтирования, p_T – цена реализации актива, p_0 – цена приобретения актива.

Исходя из данной формулы, всех претендентов на приватизируемый актив можно условно разбить на две группы – *стратегические инвесторы* и *спекулянты*.

Стратегический инвестор приобретает актив на продолжительный срок, и поэтому его стоимость складывается в основном из **D**, поскольку изменение стоимости на длинном временном отрезке нивелируется при дисконтировании.

Спекулянт, наоборот, планирует извлечь прибыль за короткий срок, и поэтому стоимость актива формирует в основном за счет **P**. Ставка здесь, как правило, делается либо на изменение рыночной конъюнктуры, либо на оптимизацию бизнес-процессов и пр., что позволит в короткие сроки значительно увеличить рыночную стоимость актива.

Чем крупнее актив, тем больше возможностей для реализации различных спекулятивных стратегий (монопольное доминирование, лоббирование и т.д.).

В принципе и стратег, и спекулянт могут использовать одинаковые стратегии, но между ними существуют важные различия:

- спекулянт, как правило, избегает стратегий, финансовый результат от которых возникает лишь в долгосрочном периоде;
- выход спекулянта из актива с прибылью увеличивает риски для последующих владельцев, а следовательно, и общий риск устойчивого развития актива в долгосрочной перспективе.

Приведенное выше разделение на стратегов и спекулянтов достаточно условно. В реальной жизни стратег может решить стать спекулянтом, если, например, столкнется с ситуацией значительно перегретого рынка и примет решение реализовать актив, и наоборот, спекулянт может переqualificироваться в стратега, если его первоначальные ожидания быстрого роста стоимости не сбудутся и он будет вынужден сидеть в активе.

Но все эти трансформации разделены во времени, т.е. происходят уже после реализации определенных обстоятельств. До этого же момента актив развивается в рамках тех долгосрочных решений, которые приняты в начальный момент и которые имеют преимущественно либо спекулятивный, либо стратегический характер.

С точки зрения государства как простого продавца, деление на спекулянтов и стратегов может показаться бессмысленным. В терминах теории игр приватизация – это одноактовая игра, в ходе которой государство производит обмен актива на определенный денежный эквивалент. При этом основная задача государства – подобрать механизм продажи, который, во-первых, максимизирует этот эквивалент, а во-вторых, осуществляет выбор покупателя эффективным образом. Эффективность подразумевает, что актив достается тому участнику, которому он наиболее ценен.

В данном контексте разделение претендентов на стратегов и спекулянтов является всего лишь дополнительным ограничением, которое снижает конкуренцию и может привести к неэффективному исходу.

Но данное разделение имеет смысл, когда государство преследует определенные цели, имеющие отношение к активу, или же стремится ограничить влияние внешних факторов на процесс приватизации.

Таблица 2. Примеры целей/факторов и соответствующих им предпочтений типа претендентов

	Цели / Факторы	Предпочтительный тип	Пояснение
1	[Цель] Выручка от приватизации	нет предпочтений	Ограничение на тип участника приводит к снижению количества претендентов и, как следствие, к снижению конкуренции и выручки.
2	[Цель] Устойчивое развитие актива (снижение рисков)	стратег	У спекулянта цель – выход из актива в течение короткого временного отрезка с прибылью. Данная прибыль могла бы служить финансовой подушкой для стратега в потенциальные периоды кризиса. Но поскольку эта прибыль фиксируется и выводится, риски следующего владельца возрастают. Помимо этого, спекулянт акцентируется на стратегиях, которые дают положительный эффект в краткосрочном периоде, порою в ущерб последующим периодам.
3	[Цель]	стратег	Спекулянт, как правило, избегает стратегий, финансовый

	Инновационное развитие		результат от которых возникает лишь в долгосрочном периоде. К таким стратегиям относятся и инвестиции в инновации.
4	[Фактор] Макроэкономическая нестабильность (высокая рыночная волатильность)	стратег	При высокой рыночной волатильности значителен риск переоценки стоимости актива, получивший в теории аукционов название «winner curse» (проклятие победителя). Стратеги этому подвержены более слабо, поскольку, во-первых, ориентируются на долгосрочные (фундаментальные) показатели, а во-вторых, статистически влияние волатильности с увеличением периода владения активом уменьшается.
5	[Цель] Оптимизация бизнес-процессов	спекулянт	Оптимизацией бизнес-процессами занимаются и спекулянт, и стратег, но последний, имея в распоряжении больший временной период, как правило, подходит к этому более консервативно.

В зависимости от выбранных государством приоритетов иногда бывает целесообразно передать актив участнику со стратегией определенного типа.

Сложность заключается в том, что, как правило, трудно определить, какую стратегию выберет тот или иной претендент по отношению к активу, и еще труднее предположить, как его стратегия видоизменится через определенный промежуток времени.

Попытка отфильтровать неудобных претендентов посредством выбора механизма продажи усложняется асимметричностью информации – механизм продажи является публичной информацией, а тип (намерения) участника – частной информацией, недоступной продавцу. Зная механизм продажи, претендент формирует «сигнал» продавцу (государству), максимизируя свою ожидаемую прибыль, при этом государство, получая «сигнал», может не получить достаточно информации, чтобы однозначно определить тип претендента.

Предлагаемый альтернативный подход подразумевает выбор "степени" приватизации.

Согласно (1), владелец актива получает прибыль за счет дивидендов D и роста рыночной стоимости P . Опираясь на то, что спекулянт формирует оценку стоимости актива в основном за счет P , а стратег – в основном за счет D , можно добиться доминирования того или иного типа, позволяя формировать прибыль только за счет одного из слагаемых.

Таблица 3. Примеры механизмов приватизации

	Характер формирования прибыли	Механизм	Пояснение
I	P, D	продажа актива	Традиционный метод приватизации.
II	P	передача в управление Управляющей компании	Дивиденды получает владелец (государство). Управляющая компания зарабатывает на росте цены актива, т.е. ее прибыль пропорциональна изменению рыночной стоимости. Уменьшая период времени T , на который актив передается в управление, можно добиться доминирования претендентов спекулятивного типа.
III	D	выдача лицензии (аренда актива)	Актив сдается в аренду по лицензионному соглашению. В период аренды покупатель получает прибыль за счет выплачиваемых дивидендов. По истечении срока

		аренды актив возвращается владельцу (государству). Увеличивая период времени T , на который актив сдается в аренду, можно добиться доминирования стратегических инвесторов.
--	--	--

Несмотря на кажущуюся экзотичность, вариант III имеет достаточно много аналогов в других областях взаимоотношений государства и частного бизнеса. Самый характерный пример – реализация в России механизма использования недр в нефтяной отрасли.

Недра сдаются в аренду по лицензионным соглашениям, где напрямую или через отсылочные документы регламентируются условия производственного характера, которые стимулируют владельца лицензии вести разведку/разработку месторождения (осуществлять инвестиции), достигать определенного качества разработки (стимулирование инноваций) и т.д. В лицензионном соглашении также могут быть прописаны определенные социальные обязательства, экологические требования и др., что позволяет эффективно решать задачи, которые стоят перед отраслью.

Другим существенным элементом является система налогообложения, которая значительно нивелирует влияние колебаний мировых цен на нефть на прибыльность нефтегазовых проектов и тем самым снижает привлекательность для притока спекулятивного капитала в отрасль.