

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования

«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»
_____ Б.Б. Рубцов
(подпись)

«__» _____ года
(число) (месяц) (год)

Выпускная квалификационная работа

Горяева Бадмы Борисовича

на тему:

«Рыночные инструменты реструктуризации естественных монополий:
аукционы, IPO, конверсия акций»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

К.э.н., доцент
Безсмертная Е.Р.

Москва – 2012

Содержание

Введение	3
Глава 1. Необходимость реструктуризации естественных монополий	7
1.1. Теоретические основы реструктуризации естественных монополий.	7
1.2. Необходимость реструктуризации естественных монополий.	14
1.3. Базовые понятия рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий.	21
Глава 2. Практическое применение рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий.	33
2.1. Зарубежный опыт реструктуризации естественных монополий.	33
2.1.1. Реструктуризация Enel (Италия).	34
2.1.2. Реструктуризация British Gas (Великобритания).	39
2.1.3. Реструктуризация British Telecom (Великобритания).	42
2.2. Применение механизмов конверсии акций в рамках первого уровня реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС».	47
2.3. Применение IPO и аукционов в рамках второго уровня реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС».	55
Глава 3. Применение рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в современных условиях развития рыночной экономики и фондового рынка.	65
3.1. Преимущества и использование рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий.	65
3.2. Перспективы использования рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в современных условиях.	68
3.2.1. Перспективы применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в рамках реструктуризации ОАО «Газпром».	68
3.2.2. Перспективы применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в рамках реструктуризации ОАО «РЖД».	87
Заключение.....	93
Список литературы.....	97
Приложение.....	101

Введение

Исторически ответственность за развитие естественно-монопольных отраслей несло государство. Во многом данный подход был обусловлен отсутствием необходимых рыночных механизмов, способных обеспечить высокий уровень конкуренции в естественно-монопольных отраслях. Государство, как естественный монополист, не имеет необходимых стимулов для повышения эффективности деятельности естественных монополий, что является причиной низкого качества оказываемых услуг и производимой продукции, информационно-технологической отсталости многих отраслей экономики.

Однако успешный опыт реструктуризации естественных монополий стран Западной Европы в 80-90-х годах прошлого века, а также российского энергетического комплекса в начале 2000-х годов показал, что создание конкурентного рынка на базе естественной монополии не только возможно, но и экономически обоснованно. Кроме того, реструктуризация естественных монополий позволяет не только создать новый конкурентный рынок и повысить операционную эффективность деятельности компаний, но и привлечь значительные объемы инвестиций в развитие создаваемых на базе монополий предприятий, что в некоторых случаях заметно превышает объем средств, инвестируемых государством в развитие монопольных отраслей.

Процесс реструктуризации монополий не возможен без применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий, так как с их использованием формируется целевая структура формирующихся рынков, а также привлекаются средства для финансирования инвестиционных программ новообразованных предприятий.

Публичные размещения, аукционы и механизм конверсии акций являются самыми распространенными и часто используемыми рыночными инструментами реструктуризации естественных монополий. Правительства

различных стран мира применяют данные инструменты при реструктуризации монопольных отраслей, что обусловлено простотой их применения, а также возможностью привлечения через фондовый рынок как стратегических, так и портфельных инвесторов.

Вступление Российской Федерации во Всемирную торговую организацию подразумевает под собой либерализацию ряд отраслей: газовой, нефтяной, экспорта энергетических ресурсов. Правительство Российской Федерации намерено рассмотреть и принять План по приватизации стратегических и энергетических активов до 2017 года, что приводит автора к мысли об актуальности темы данной работы в ближайшие 5-10 лет¹.

В дипломной работе рассматриваются вопросы использования рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий, зарубежного опыта применения рыночных инструментов реструктуризации, а также особенности применения данных инструментов в рамках реструктуризации естественных монополий в Российской Федерации.

Основная цель данной работы – рассмотрение практических аспектов применения инструментов публичных размещений, аукционов и механизмов конверсии акций, а также анализ возможного использования данных инструментов в рамках возможной реструктуризации существующих монополий.

Для достижения поставленной цели в работе были определены следующие задачи:

- дать понятия основным инструментам реструктуризации естественных монополий;
- определить основные цели использования тех или иных инструментов реструктуризации естественных монополий;
- проанализировать зарубежный опыт применения инструментов реструктуризации естественных монополий;

¹ Правительство должно набраться мужества и провести приватизацию в полном объеме [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М.: Bigpowernews, 2012. – Режим доступа: <http://www.bigpowernews.ru/news/document40935.phtml>, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 10.04.2012.

- проанализировать опыт применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС»;
- выявить особенности применения тех или иных инструментов реструктуризации естественных монополий;
- выработать рекомендации по использованию инструментов реструктуризации естественных монополий в рамках возможной реструктуризации существующих монополий.

Объектом исследования являются рыночные инструменты реструктуризации естественных монополий (IPO, конверсия акций, аукционы). В качестве предмета исследования выступают процессы реструктуризации естественных монополий.

Информационная база дипломной работы включает в себя данные с ОАО «ММВБ-РТС», терминала Bloomberg, информационно – аналитической системы «СПАРК».

Теоретической базой дипломной работы послужили труды отечественных и зарубежных авторов. Среди российских авторов, исследовавших данную тематику, можно выделить таких ученых и экспертов, как: А. Юданов, А. Лукашов, А. Могин, Л. Белых, А. Сидорович, А. Тукенов, Г. Марголит, Я. Тульчинская. Среди зарубежных авторов, изучающих данную тематику, можно выделить: Р. Геддес (R. Geddes), С. Рид, А. Лажу, К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю. Для того, чтобы выполнить все поставленные задачи исследования, были изучены отдельные нормативно-правовые акты, статьи в периодических изданиях («Рынок ценных бумаг», «Ведомости», «РБК», «Энергорынок» и др.), а также информация, опубликованная на профессиональных сайтах в Интернете.

В работе для проведения исследования были использованы следующие методы: сравнения и синтеза, индукции и дедукции, статистических группировок и массовых наблюдений, анализа и моделирования.

Дипломная работа состоит из трех глав. Первая глава представляет собой теоретическую базу по основным инструментам реструктуризации естественных монополий, также содержит доводы о необходимости реструктуризации естественных монополий. Во второй главе рассматривается отечественный и зарубежный опыт реструктурирования естественных монополий, который служит фундаментом для применения тех или иных рыночных инструментов реструктуризации. В третьей главе предлагаются пути возможного применения инструментов реструктуризации в отношении существующих монополий, рассмотрены возможные сценарии реструктуризации данных естественных монополий.

Глава 1. Необходимость реструктуризации естественных монополий.

1.1. Теоретические основы реструктуризации естественных монополий.

Реструктуризация промышленных и финансовых компаний – процесс, направленный на создание условий для эффективного использования всех факторов производства в целях повышения финансовой устойчивости и роста конкурентоспособности предприятия².

Для проведения реструктуризации промышленных и финансовых компаний необходима целостная концепция, предусматривающая ответы на следующие вопросы:

- сможет ли компания достичь положительных результатов деятельности;
- каким образом, при каких условиях это осуществимо и как долго такой процесс будет длиться;
- какие вложения капитала потребуются от инвесторов.

Целями реструктуризации являются:

увеличение рыночной стоимости собственного капитала компании как обязательного условия ее конкурентоспособности;

- улучшение экономических и финансовых показателей функционирования компании;
- привлечение долгосрочных вложений капитала в виде прямых инвестиций или долгосрочных долговых обязательств;
- усиление конкурентоспособности компаний за счет слияний и поглощений.

Реструктуризация необходима, если промышленная или финансовая компания:

² Белых, Л.П. Реструктуризация предприятия: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / Л.П. Белых. – 2-е изд., доп. и перераб. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2007с. – Стр. 6.

- находится в кризисной ситуации и необходимо финансовое оздоровление, создание условий для эффективного функционирования в долгосрочном периоде;
- обеспечивает рост рыночной стоимости собственного капитала за счет централизации капитала.

Практическая реализация концепции реструктуризации должна вызывать устойчивые положительные кратко- и долгосрочные изменения в деятельности предприятия, результатом которых будет рост рыночной стоимости собственного капитала компании и курсовой стоимости ее обыкновенных акций.

Конкретное содержание процесса реструктуризации определяется в зависимости от того, какая форма реструктуризации задействована: проводится *оперативная реструктуризация*, направленная на решение наиболее острых экономических и финансовых проблем в краткосрочном периоде, или осуществляется более сложный этап – *стратегическая реструктуризация*.

Оперативная реструктуризация – предполагает реструктуризацию материальных активов и долговых обязательств, в ходе которой требуются³:

- разработка схем поставок сырья;
- определение методов снижения издержек производства;
- снижения стоимости привлеченного капитала;
- оптимизация основных производственных процессов и организационных структур.

Оперативная реструктуризация направлена на улучшение результатов деятельности компании в краткосрочном периоде и создание предпосылок для реализации стратегической реструктуризации.

Стратегическая реструктуризация включает в себя⁴:

³ Белых, Л.П. Реструктуризация предприятия: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / Л.П. Белых. – 2-е изд., доп. и перераб. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2007. – Стр. 7.

- четко сформулированные цели и направления реструктуризации;
- порядок и критерии принятия решений о реструктуризации;
- способы реструктуризации;
- средства, необходимы для проведения реструктуризации, и механизм финансирования;
- сроки реструктуризации;
- порядок взаимодействия с предприятиями, подлежащими реструктуризации;
- перечень нормативно-правовых документов, обеспечивающих тот или иной способ реструктуризации.

Содержанием стратегической реструктуризации являются:

- анализ сфер деятельности;
- создание необходимой информационной системы;
- организация маркетингового исследования, разработка стратегии маркетинга и сбыта;
- разработка возможных вариантов дальнейшего развития;
- бизнес-планирование на основе наиболее эффективного варианта развития.

Реализация концепции стратегической реструктуризации является комплексным процессом, который предъявляет ко всем участникам высокие требования, отличающиеся от привычной повседневной работы.

Результатом успешного проведения стратегической реструктуризации компаний является возросший поток чистой текущей стоимости будущих доходов, рост конкурентоспособности в долгосрочном периоде и рост рыночной стоимости собственного капитала.

Естественная (технологическая) монополия – монополия, возникшая вследствие естественных причин – технологических особенностей

⁴ Белых, Л.П. Реструктуризация предприятия: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / Л.П. Белых. – 2-е изд., доп. и перераб. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2007. – Стр. 8

производства; специфический субъект экономики, который никогда не функционирует по чисто рыночным принципам⁵. Примерами естественных монополий в классической экономической теории являются отрасли водо -, газо- и энергоснабжения, проводная связь, почтовая служба.

Чистая (абсолютная) монополия – частый случай монополии. Чистая монополия (абсолютная) монополия - рынок, который отличают следующие черты: одна фирма продает единственный в своем роде продукт; доступ на него закрыт; действующая на нем одна фирма обладает значительным контролем над ценой на продаваемый ею продукт; здесь может действовать, а может не действовать ценовая конкуренция⁶.

Под реструктуризацией естественных монополий понимается комплекс мер, направленный на создание конкуренции в отраслях, которые находятся в собственности государства и управляются им⁷.

Программы реструктуризации естественных монополий включают в себя⁸:

- реорганизацию отрасли (ликвидация или разукрупнение монополии),
- создание новых рынков на базе монополии и их дальнейшее развитие;
- разработку законодательных основ регулирования и функционирования новообразованных рынков (создание нормативных актов и регуляторов);
- приватизацию государственной собственности.

Использование данных мер мотивируется убеждением, что конкуренция является лучшим способом повышения эффективности принятия управленческих решений, поощряя тем самым эффективное поведение фирм.

⁵ Грязнова А.Г., Юданов А.Ю. Микроэкономика: практический подход (Managerial Economics): учебник / коллектив авторов; под. ред. А.Г. Грязновой и А.Ю. Юданов. – 6-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011– стр. 680.

⁶ Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: В 2 т. Т. II: Пер. 16-го англ. изд. – М.: ИНФРА-М, 2007 – стр.510.

⁷ Pablo Arocena, Leticia Blazquez, Emili Grifell-Tatje. Assessing the consequences of restructuring reforms on firms' performance. Journal of Economic Policy Reform. Vol.14, No. 1, March 2011, 21.

⁸ Там же, стр.22.

Реструктуризация любой отрасли направлена на достижение трех основных целей:

- 1) Снижение производственных затрат и повышение качества обслуживания, что является результатом нескольких факторов: улучшение использования имеющегося имущества и технологий, активное использование технологических инноваций и технического прогресса, а также оптимальное использование эффекта масштаба.
- 2) Снижение цен, которые платят потребители, в результате сокращения расходов на производство продукции.
- 3) Рыночная конкуренция и совершенствование законодательства должны привести к постепенному снижению сверхприбылей, а также к их исчезновению в долгосрочной перспективе как следствие ликвидации монополии.

Реструктуризация естественных монополий является характерной чертой в развитии экономик стран мира. Развитые экономики (Великобритания, Франция, Германия и др.) завершили процессы реструктуризации в 80-90х годах прошлого века. В тоже время страны с развивающимися экономиками находятся на этапе активной реструктуризации естественных монополий (Российская Федерация, Турция, Украина).

Как было сказано ранее, процесс приватизации естественной монополии является составным этапом в ходе реструктуризации монополии, в результате которого осуществляется продажа государственной части имущества естественных монополий. Тем не менее, именно в рамках приватизации государственного имущества, как этапа реструктуризации, активно используются рыночные инструменты реструктуризации естественных монополий.

Приватизация – форма первоначального накопления капитала; процесс передачи или продажи государственной собственности частным лицам⁹. В законодательстве Российской Федерации под приватизацией понимается: «возмездное отчуждение государственного и муниципального имущества (объектов приватизации), находящегося в собственности Российской Федерации, субъектов Российской Федерации или муниципальных образований, в собственность физических или юридических лиц в соответствии с федеральным законодательством»¹⁰.

Первоначальный успех больших приватизационных размещений в рамках реструктуризации различных секторов экономики Великобритании привели к тому, что правительства стран всего мира запустили обширные программы приватизации государственного имущества путем первичного размещения (IPO) и в особенности вторичного размещения акций (SPO).

Приватизации привели к большим успехам в плане привлечения средств. Совокупная мировая выручка от приватизации в течение 90-2000-х годов достигла 835 млрд. долларов¹¹. Из этой общей суммы приблизительно 500 млрд. долларов были привлечены через размещения акций на фондовом рынке и последующие предложения (Приложение 1).

Действительно, 19 крупнейших и 27 из 30 наибольших размещений обыкновенных акций в XX веке были приватизациями. Сначала в Великобритании, а затем и по всему миру приватизации стали относиться к числу самых больших зарегистрированных размещений акций; сюда следует включить, например, 18 млрд. евро, вырученных Итальянским казначейством при публичном размещении акций Enel, производителе и поставщике электроэнергии в октябре 1999 г. На тот момент предложение Enel стало

⁹ Грязнова А.Г., Юданов А.Ю. Микроэкономика. Теория и российская практика: учебник / кол. авторов; под ред. А.Г. Грязновой и А.Ю. Юданов. – 8-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2008 – стр. 602.

¹⁰ Лапуста М.Г., Никольский П.С. – 2-е изд. Современный финансово-кредитный словарь, доп. – М.: ИНФРА-М, 2002. – стр. 366.

¹¹ Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 352 с.: ил. – стр. 27.

самой большой приватизацией и самым масштабным размещением акций, которое когда – либо осуществлялось в мире¹² (Приложение 2).

¹² Там же, стр. 27.

1.2. Необходимость реструктуризации естественных монополий.

Естественная монополия – рынок, на котором экономия от положительного эффекта масштаба производства особо выражена и в тоже время конкуренция неосуществима, затруднительна или неприемлема¹³. К естественным монополиям, прежде всего, относится сфера коммунальных услуг (газо-, тепло -, водо-, электроснабжение и др.), а также некоторые другие отрасли, например, телекоммуникации, железнодорожные перевозки. Предприятиям – естественным монополистам государством предоставляется исключительная привилегия поставлять товар или услугу на данном рынке, но в обмен за это оно регулирует их деятельность в целях недопущения злоупотреблений монопольной властью.

Тем не менее, несмотря на выше приведенное определение, естественным монополиям присущ ряд недостатков, которые приводят к пониманию необходимости реструктуризации естественных монополий.

Основными барьерами, формирующими монополистическую структуру, являются¹⁴:

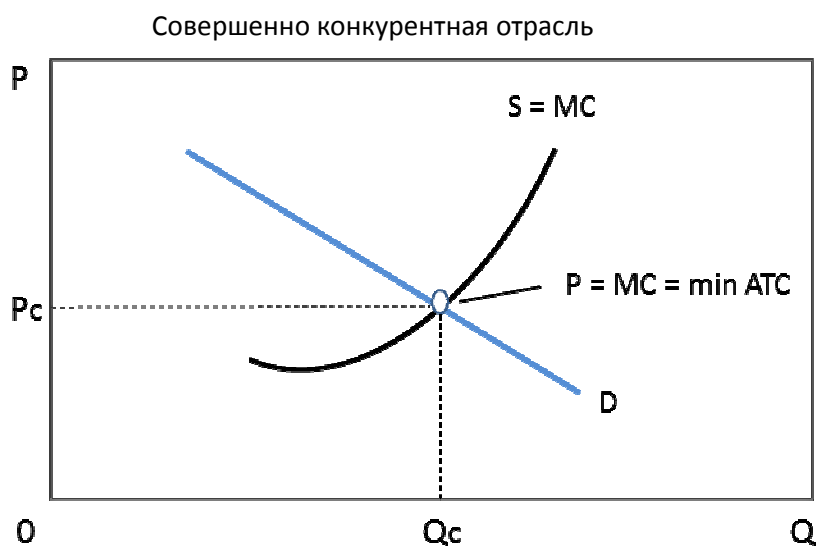
- 1) **Неэффективность естественной монополии в сравнении с совершенно конкурентной отраслью.** В отрасли (а), где господствует совершенная конкуренция, постоянный вход и выход фирм из отрасли способствует тому, что цена (P_c), равна предельным затратам (MC), а выпуск Q_c осуществляется на уровне, при котором производство ведется с минимальными средними затратами. Таким образом, достигается как производственная эффективность ($P = \min ATC$), так и эффективность распределения ресурсов ($P = MC$).

¹³ Тукенов А.А. Рынок электроэнергии: от монополии к конкуренции. – М.: Энергоатомиздат, 2009– стр. 397.

¹⁴ Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: В 2 т. Т. II: Пер. 16-го англ. изд. – М.: ИНФРА-М, 2007 – стр.105-108.

Кривая MR (б) абсолютного монополиста лежит ниже кривой спроса. Монополист максимизирует свою прибыль при объеме выпуска, равном Q_m , при котором $MR=MC$, и назначает цену P_m . По этой причине выпуск монополиста Q_m меньше выпуска конкурентной отрасли Q_c , и в тоже время цена монополиста P_m выше цены P_c , которая устанавливается в отрасли с совершенной конкуренцией. Таким образом, естественная монополия действует неэффективно, так как объем выпускаемой ею продукции меньше того уровня, который требуется для достижения минимума ATC (в данном случае оптимальный объем выпуска равен Q_c), и потому, что уровень цен выше MC . Объем выпуска, при котором естественная монополия максимизирует прибыль, не обеспечивает эффективного распределения ресурсов. Для монополиста ограничить производство товаров и использовать меньше ресурсов, чем это было бы оправданно с точки зрения общества. Отсюда следует, что при монополии эффективного распределения нет (Рисунок 1).

Рисунок 1.



MC – предельные затраты;
 P_c – цена в точке «с»;
 Q_c – объем производства
 в точке «с»;

S – кривая предложения;
 P – цена;
 Q – объем производства;
 D – кривая спроса;

2) **Распределение дохода.** В общем случае монополия «перекачивает» полученный ею от потребителей доход акционерам, которым она

принадлежит. Пользуясь своей властью над рынком, монополии назначают более высокие цены, чем назначила бы конкурентная фирма, имеющая те же издержки производства. Поэтому фактически они накладывают на потребителей «частный налог» и получают значительную экономическую прибыль. Эти прибыли распределяются неравномерно и в основном среди круга акционеров. Владельцы естественных монополий обогащаются за счет остальных слоев общества, переплачивающих за приобретаемую продукцию, так как в среднем эти владельцы получают более высокий доход, чем покупатели, что приводит к усилению неравенства по доходам.

Не только государство может выступать основным акционером естественных монополий. Доля государства в предприятиях естественных монополий может варьироваться от блокирующего пакета (25%) до контрольного пакета (50%) и выше. В данном случае мы имеем ситуацию, при которой огромные экономические прибыли распределяются не в пользу всего общества, а в пользу каких-то конкретных лиц, владеющих монополиями. В целом можно сделать следующий вывод: естественная монополия способствует неравенству распределения доходов.

- 3) **Сложности определения издержек.** Оценка абсолютной монополии привела автора к выводу, что при одинаковых издержках чисто монополистическая фирма сочтет для себя выгодным назначать более высокую цену, производить меньший объем выпуска продукции и размещать ресурсы менее эффективно, чем фирмы, действующие в условиях совершенной конкуренции. Эти менее выгодные для общества результаты, своими корнями уходят в барьеры, препятствующие другим фирма. Наличие таких барьеров

является одной из основных характеристик естественных монополий.

Издержки на единицу продукции, которые несет монополия, могут быть либо больше, либо меньше издержек, которые несет фирма, действующая в условиях совершенной конкуренции. Одной из причин, в результате которой данные издержки могут быть разными, является так называемая «X – неэффективность».

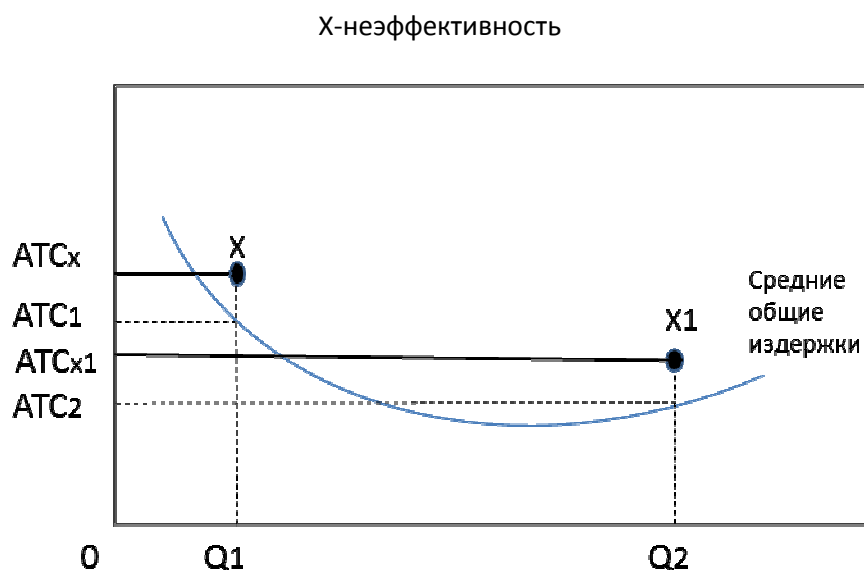
X – неэффективность имеет место тогда, когда фактические издержки фирмы при производстве какого – то объема продукции выше минимально возможных издержек производства данного объема продукции. На рисунке 2 X – неэффективность возникает в точках X и Xⁱ, находящихся выше кривой минимальных средних общих издержек (АТС). В этих точках издержки производства единицы продукции составляют соответственно АТС_x (в противоположность АТС₁) при объеме продукции Q₁ и АТС_xⁱ при объеме продукции Q₂. Конечно, фирма может также находиться в любой точке выше кривой средних общих издержек на рисунке 2, и всякий раз это будет отражать неэффективность производства или «плохой менеджмент» фирмы.

В целом X – неэффективностью называется бесхозяйственное ведение дел, следствием которого является увеличение издержек выше объективно обусловленного уровня. Предпосылки появления X – неэффективности во всех случаях одни и те же: как то только ослабляется «естественный отбор» конкуренции, стимулы к повышению эффективности падают. Фирмы в конкурентных отраслях постоянно находятся под давлением со стороны конкурентов, которые вынуждают их быть внутренне эффективными, так как без этого они не могут эффективно существовать. Монополисты, в том числе и естественные монополии, напротив, защищены от конкурентных сил высокими

барьерами, препятствующими вхождению в отрасль других участников, а это способствует возникновению X – неэффективности.

Надежных свидетельств о степени проявления X – неэффективности пока нет, однако можно достаточно обоснованно предположить, что X – неэффективность тем выше, чем меньше уровень конкуренции.

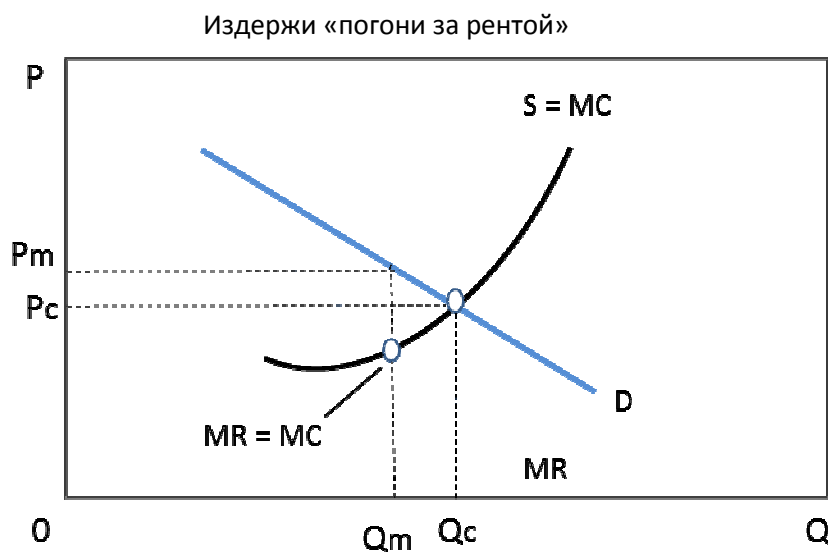
Рисунок 2.



Другой не менее важной составляющей проблемы сложности определения издержек является издержки «погони за рентой». Под «погоней за рентой» понимается деятельность, направленная на перераспределение доходов или богатства в пользу конкретной фирмы или поставщика ресурсов за счет кого – то другого или даже общества в целом. Также известно, что исходя из эффекта масштаба, что монополист может получать экономическую прибыль на протяжении долгосрочного периода. По этой причине владелец естественной монополии (или его менеджмент) может пойти на огромные затраты, чтобы занять и сохранять за собой монопольное положение в отрасли, получив лицензию или добившись через свое влияние принятия нужных ему правительственных постановлений, гарантирующих ему сохранение монопольных привилегий.

Очевидно, подобные расходы, связанные с поиском ренты, ничего не добавляют к объему выпуска продукции естественной монополией, но, безусловно, увеличивают ее издержки. Эти дополнительные издержки «погони за рентой», указывают на то, что монополия имеет более высокий уровень издержек и более низкую эффективность, что показано на рисунке 3.

Рисунок 3.



MR – предельный доход;
 MC – предельные затраты;
 Pc – цена в точке «с»;
 Qc – объем производства
 в точке «с»;

Pm – цена в точке «m»;
 Qm – объем производства
 в точке «m»;
 D – кривая спроса;

4) **Научно – технический прогресс.** В сверхдолгосрочном периоде, проводя исследования и разработки и внедряя в практику новые технологии, фирмы снижают издержки производства своей продукции. Если верно, что естественные монополии более активно в долгосрочной перспективе, чем конкурирующие фирмы, занимаются научными исследованиями и совершенствованием технологий, то неэффективность монополии, возможно преувеличена.

Тем не менее, большинство экономистов разделяют мнение, что монополия не заинтересована в обновлении технологий. Хотя экономическая прибыль монополии позволяет проводить

широкомасштабные научные исследования, у монополий нет стимулов для внедрения новых технологий. Отсутствие конкурентов на монополизированном рынке означает, что на фирму не оказывается внешнего давления, которое заставляло бы ее осуществлять внедрение технологических инноваций в производство. Благодаря защищенному положению на рынке, естественная монополия может себе позволить быть неэффективной.

5) Другие факторы. К другим факторам относится бюрократизм и громоздкость управления сложными структурами естественных монополий, а также неравномерное развитие секторов, входящих в состав естественных монополий.

Рассмотрев выше приведенные аргументы, необходимо отметить, что положительные эффекты деятельности естественных монополий не перевешивают недостатков и издержек существования естественных монополий. В долгосрочной перспективе, ввиду отсутствия у естественных монополистов стимулов к повышению эффективности деятельности монополий, существование естественных монополий приводит к снижению эффективности производства продукции и внедрения результатов технического прогресса, к повышению себестоимости оказываемых услуг и производимой продукции. Таким образом, Автор приходит к выводу, что функционирование монополизированных отраслей может быть более эффективным при переходе на «рыночные рельсы», т.е. в условиях конкуренции.

1.3. Базовые понятия рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий.

IPO (initial public offering (англ.) – первичное публичное предложение) это первичная продажа акций компании и листинг этих акций на фондовой бирже. Также для обозначения этого понятия используется термин «flotation» (преимущественно в Великобритании)¹⁵.

Таблица 1.

Виды публичного размещения акций¹⁶

Процедура	Бумага перед размещением		Размещение происходит		Размещаемый выпуск		Круг инвесторов		Рынок		Размещение осуществляет	
	Допускается к торгам	уже обращается	первый раз	не в первый раз	дополнительный	основной	широкий	узкий	биржевой	внебиржевой	профессиональный участник	эмитент своими силами
IPO (PPO)	+	-		-	+	-	+	-	+	-	+	-
Follow - on (PPO)	-	+		-	+	-	+	-	+	-	+	-
SPO	не имеет значения		не имеет значения		-	+	+	-	+	-	+	-
DPO	не имеет значения		не имеет значения		не имеет значения		не имеет значения		-	+	-	+
PO	+	-	не имеет значения		не имеет значения		-	+	-	+	+	-

В классическом понимании IPO - это первоначальное публичное размещение: компания впервые выпускает свои акции на рынок, и их покупает широкий круг инвесторов¹⁷. В России иногда трактуют понятие IPO более вольно, причисляя к нему и другие виды публичного размещения:

- частное размещение среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с листингом на бирже (private offering – PO);

¹⁵ Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007– стр. 3.

¹⁶ Лукашов А.В. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / Андрей Лукашов, Андрей Могин. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.– стр. 7.

¹⁷ Там же, стр.6.

- размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже дополнительного выпуска акций на открытом рынке – так называемое доразмещение или вторичное публичное размещение (follow-on или primary public offering – PPO);

- публичная продажа крупного пакета действующими акционерами (secondary public offering – SPO);

- публичные размещения от эмитента (и силами эмитента) напрямую первичным инвесторам, минуя биржевой рынок (direct public offering – DPO).

Автор предлагает для простоты обобщить эти разновидности под одним термином IPO, так как их объединяет главное – распространение акций среди широкого круга инвесторов, которое происходит публично.

В процессе IPO фигурируют три основные заинтересованные стороны – продавец, компания – эмитент и инвесторы, - каждая из которых преследует собственные цели¹⁸.

Компания будет стремиться:

- максимизировать доходы;
- построить широкую и устойчивую базу собственности;
- расширить профиль деятельности;
- облегчить будущий сбор средств, и, возможно, будущие поглощения;
- обеспечить хорошую ликвидность на вторичном рынке;
- быть отмеченной в качестве фирмы, осуществившей успешное IPO.

Продавец, или продающий акционер, будет стремиться:

- максимизировать доходы;
- максимизировать стоимость остающихся у него активов;
- быть отмеченным в качестве участника успешной сделки.

Инвесторы будут стремиться:

¹⁸ Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007 – стр. 4.

- максимизировать доходность акций и их цену в краткосрочной и долгосрочной перспективе;
- расширить и диверсифицировать свой портфель;
- накапливать позиции, которые не так легко приобрести на вторичном рынке;

Кроме того, превращение частной компании в акционерное общество, предоставляет следующие преимущества¹⁹:

1) Ликвидность и рост курса акций. Компании, включенные в листинг на фондовой бирже, обычно стоят дороже, чем аналогичные им, но остающиеся частными.

Инвесторы также готовы выплачивать премию за ликвидность – возможность легко купить или продать акции. Частные компании имеют ограниченную ликвидность или не имеют таковой

2) Мотивация для менеджмента и работников. Использование стимулов типа опционов на акции и премий в виде акций для привлечения и сохранения кадров служащих и управленцев получило особенно широкое распространение в США и Великобритании. Раздача премий и собственности в виде акций менеджерами и работникам более активно практикуется в акционерных обществах по сравнению с частными компаниями. Кроме того, менеджеры и служащие акционерных обществ могут быстрее оценить результаты своих усилий, которые выражаются через курс акций.

2) Престиж и улучшение имиджа. Существенная, хотя и неосязаемая выгода, связанная с первичным размещением ценных бумаг, состоит в обретении компанией большей прозрачности, открытости на фондовой бирже или перед инвесторами.

3) Доступ к альтернативным источникам капитала. Другая выгода размещения это возможность в будущем получить доступ к

¹⁹ Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007 – стр. 5..

альтернативным источникам капитала. Компании, чьи акции котируются на бирже, могут зачастую легче и под более низкий процент получить деньги для своего расширения, чем частные компании такого же размера. В тоже время, рынок заимствований более доступен для котирующихся компаний.

4) Побочные выгоды от первичного размещения ценных бумаг. Процесс размещения ценных бумаг вынуждает менеджмент компаний четко и ясно сформулировать свою бизнес-стратегию – зачастую в первый раз, что является полезным для будущего делового успеха.

В тоже время, необходимо заметить, что первичное размещение может привести к определенным проблемам.

1) Большая открытость. Превращение компании из частной в акционерную заметно увеличивает число людей, имеющих доступ к ее финансовой отчетности. Это может нанести серьезный удар по интересам нынешних владельцев – не только из-за раскрытия результатов деятельности компании, но из-за публичного разглашения жалований менеджеров и других видов расходов.

2) Затраты на IPO. Стоимость услуг инвестиционных банков по первичному размещению акций находится в пределах 2-7% от общей привлеченной суммы, также необходимо учитывать оплату услуг адвокатов и бухгалтеров. Дополнительные затраты, например на пиар, прайнтинг, корпоративную рекламу и другие, могут также привести к увеличению общей стоимости IPO.

В дополнение к первоначальным затратам на IPO существуют еще расходы на поддержание котировок (выплат фондовой бирже, аудит отчетности, приведение отчетности в соответствие с IFRS, GAAP).

3) Потенциальные ограничения на действия менеджмента. Во многих частных компаниях менеджеры одновременно являются владельцами. Поэтому в данном случае возникают ограничения в

управлении, отличные от тех, которые накладываются законом, иными правовыми нормами. Однако проблемы это не составляет, поскольку, когда владение и управление находятся в одних руках, расхождения во мнениях относительно деятельности компании не могут быть большими.

4) Возможная потеря контроля над компанией. Не все IPO приводят к выпуску более чем 50% голосующих акций, таких акций выпускается в среднем около 30% от акционерного капитала. Контроль над компанией, таким образом, обычно не теряется после IPO, но если ей потребуется дальнейшее увеличение капитализации для обеспечения роста, влияние существующих акционеров может быть подорвано. Контроль над большинством компаний в некоторый момент времени переходит к широким массам акционеров.

Процесс проведения IPO в ходе своей реализации распадается на несколько этапов²⁰:

Долгосрочная подготовка компании к IPO. Примерно за два года до выхода на публичный рынок компания разрабатывает бизнес – план и начинает регулярно подготавливать финансовую отчетность.

Формирование команды для проведения IPO и общее собрание. Компания – эмитент выбирает ведущий инвестиционный банк, юридическую фирму и аудитора. Инвестиционный банк будет выступать основным советником эмитента и осуществлять функции андеррайтера. За 6 -8 недель до официальной регистрации проспекта эмиссии проводится общее собрание, на котором составляется план – график IPO и распределяются обязанности членов команды. Официально процесс IPO начинается именно с общего собрания.

²⁰ Лукашов А.В. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / Андрей Лукашов, Андрей Могин. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – стр. 14.

Разработка проспекта эмиссии. Предварительный проспект является основным маркетинговым инструментом и содержит всю необходимую инвесторам информацию о компании. Одновременно андеррайтеры приступают к изучению деятельности компании («дью дилидженс»). Предварительная версия печатается и подается для проверки в регистрационную комиссию, а также направляется членами синдиката, подобранного ведущим андеррайтером, институциональным инвесторам.

«Road show» (с англ. «дорожное шоу»). Одновременно начинается «дорожное шоу» - посещение собраний инвесторов в различных городах и презентаций крупным инвесторам (фондам, страховым компаниям, банкам, физическим лицам). Цель данного мероприятия – убедить инвесторов купить акции компании. Его продолжительность составляет три – четыре недели. По мере проведения «дорожного шоу» андеррайтеры начинают формировать книгу заявок, а по окончании – руководство компании встречается с инвестиционными банкирами для согласования окончательного объема выпуска и цены акций в зависимости от ожидаемого спроса. После этого печатается финальная версия проспекта. Далее, в случае ее одобрения, начинается распределение акций среди инвесторов.

Размещение и начало торговли акциями компании. После согласования цены акций и не ранее чем через два дня после выпуска окончательной версии проспекта компании объявляется о вступлении IPO в силу (обычно после торгов). Определенное количество акций распределяется между членами инвестиционного синдиката, брокерами и их клиентами. Торговля акциями компании на бирже начинается на следующий день после объявления. Ведущий андеррайтер отвечает за организацию гладкой торговли и обеспечение ценовой стабилизации акций компаний.

После размещения. Сделка по андеррайтингу считается завершенной, когда компания передает свои акции андеррайтеру, а тот переводит полученные деньги на счет компании (обычно через три дня). Через семь дней после дебюта компании IPO считается состоявшимся.

Инструмент IPO, как уже говорилось выше, активно применяется в ходе реструктуризации естественных монополий, так в ходе реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС» компании ТГК-5 и ОГК-5 были выведены из состава естественной монополии путем IPO. Тем не менее, данный инструмент имеет определенные ограничения в применении, что обуславливается его спецификой. Во-первых, компания – эмитент должна быть «финансово здоровой», т.е. генерировать положительную прибыль, чтобы ее акции захотели купить инвесторы. Во-вторых, деятельность компании должна быть прозрачной, без каких – либо конфликтов с налоговыми, судебными органами. В-третьих, структура акционерного капитала должна быть ясной во избежание в дальнейшем конфликтов акционеров. Необходимо заметить, что последний пункт являлся одним из определяющих в ряде случаев реструктуризации естественных монополий, в частности, он имел место при реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС».

Конверсия акций – обмен акциями одного типа или категории на акции другого типа или категории, на акции другого эмитента. Привилегированные акции определенных типов в соответствии с условиями их эмиссии могут обмениваться на обыкновенные или привилегированные акции других типов. Конверсия осуществляется по коэффициентам обмена, утвержденным общим собранием акционеров²¹.

В РФ конверсия акций чаще всего осуществляется при реорганизации акционерных обществ путем слияния, присоединения, выделения или разделения²². Например, при разделении общества каждому акционеру предоставляется право обменять свои акции на акции вновь созданных в результате разделения обществ, исходя из установленного коэффициента.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» конверсия включает в себя консолидацию и дробление акций, так в

²¹ Лапуста М.Г., Никольский П.С. Современный финансово-кредитный словарь – 2-е изд., доп. – М.: ИНФРА-М, 2002.– стр. 194.

²² Тихомиров М.Ю. Комментарий к Федеральному закону «Об Акционерных обществах» в новой редакции. Второе издание, с изменениями и дополнениями / Под общ. Ред. М.Ю. Тихомирова. – М.: Изд. Тихомирова М.Ю., 2009 – 126 стр.

результате консолидации две или более акций общества конвертируются в одну новую акцию такой же категории, а при дроблении одна акция общества конвертируются в две или более новых акций общества той же категории. Решение о дроблении или консолидации акций принимается общим собранием акционеров простым большинством голосов²³.

Являясь одним из самых простых способов реструктуризации монополий, конверсия дает возможность осуществить широкий спектр корпоративных действий. Например, мажоритарный акционер, используя конверсию как механизм реструктуризации, может, как учитывать мнение миноритарных акционеров, так и не учитывать. Допустим, что в компании имеется мажоритарный акционер «А», владеющий 51% голосов. Также имеется акционер «Б», владеющий 35% голосов, и, наконец, группа миноритарных акционеров, владеющих 14%, - акционер «С». В ходе подготовки к реструктуризации монополии мажоритарный акционер «А» большинством голосов принимает решение о консолидации акций при коэффициенте конверсии 1:15. В соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» дробные акции подлежат выкупу у акционеров по установленной стоимости, таким образом, в результате консолидации акций в компании не останется группы миноритарных акционеров²⁴. В дальнейшем, мажоритарный акционер может выйти из акционерного капитала естественной монополии путем продажи своей доли на аукционе, что может принести заметную прибыль, т.к. цена продажи акций может превышать цену выкупа дробных акций у миноритарных акционеров. В тоже время, если исходить из предположения, что голоса миноритарных акционеров будут учтены мажоритарными акционерами, то возможно несколько исходов положительных для миноритариев:

²³ Об акционерных обществах: федер. закон : [от 26 дек. 2005 г. №208-ФЗ : в посл. ред. от 1 янв. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Справочная правовая система «Консультант плюс». – Ст.74.

²⁴ Ионцев М.Г. Акционерные общества. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Ось-89, 2009. – стр. 98.

1) выкуп по рыночной цене, которая соответствует гипотетической цене размещения/продажи монополии;

2) выход из акционерного капитала мажоритарного акционера без каких либо действий по отношению к миноритариями;

3) образование холдинговой структуры, имуществом которой являются акции миноритарных акционеров, голосовавших против реструктуризации. Как показывает практика, данные холдинговые структуры являются владельцами акций во вновь созданных компаниях в объеме пропорциональном тому, которым владели миноритарные акционеры реорганизованной компании, голосовавшие против реструктуризации. В дальнейшем владельцы холдинговых структур могут либо продать свои акции новой компании, либо конвертировать их в акции новой компании, что позволяет им стать акционерами данной компании. Данная ситуация является оптимальной для миноритариев, т.к. оставляет за ними право самостоятельного принятия решения при различных сценариях.

Стоит отметить, что последний способ использования конверсии как инструмента реструктуризации естественных монополий обширно использовался при реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС». Так, в ходе реструктуризации энергетического гиганта было образовано большое количество холдинговых компаний, которые затем были ликвидированы в зависимости от конкретной ситуации, сложившейся вокруг целевой компании. Примером последнего утверждения является образование при компании «ТГК-11» холдинговой структуры «ТГК-11 Холдинг»

Конверсия, как инструмент реструктуризации естественных монополий, является весьма удобным механизмом реорганизации, т.к. позволяет формировать новую целевую, корпоративную структуру отрасли с учетом мнений всех текущих акционеров, кроме того, использование конверсии дает возможность для различных вариаций при принятии корпоративных решений в ходе процесса реструктуризации. Исходя из опыта реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС», автор осмелился предположить, что

конверсия обычно применяется для компаний с большим количеством акционеров либо для компаний, акционеры которых имеют различные взгляды относительно планов реструктуризации компании (кто-то хочет выходить из акционерного капитала, а кто-то – нет). Стоит отметить, что механизм конверсии может рассматриваться как инструмент, используемый в ходе осуществления подготовительных мероприятий реструктуризации монополий, так и как самостоятельный инструмент реструктуризации (наряду с IPO и аукционами).

Аукцион (в широком смысле) – способ продажи отдельных видов товаров (имущества) в форме публичных торгов, проводимых в заранее установленном месте и в обозначенное время с правом предварительного осмотра покупателями (аукционерами) товаров, выставленных для публичной продажи²⁵.

Аукцион – форма продажи с публичных торгов пакетов акций, принадлежащих РФ, в уставном капитале акционерных обществ. Данные аукционы проводятся в соответствии с правилами, установленными федеральными законодательными и нормативными актами. Средства, вырученные от продажи пакетов акций данных аукционов, направляются в доходы федерального бюджета²⁶.

По мнению автора, аукцион – самая простая форма продажи государственной собственности среди всех вышеперечисленных. Как показывает опыт реструктуризации таких естественных монополий, как ОАО «РЖД» и Национальная Акционерная Компания «Энергетическая компания Украины» (НАК «ЭКУ»), аукционная форма реструктуризации применяется в тех случаях, когда государство является основным мажоритарным акционером. Например, в ходе продажи с аукциона компании ОАО «Первая грузовая компания» основным акционером данной компании являлась Российская Федерация в лице ОАО «РЖД» (100% УК в ОАО «ПГК»). В

²⁵ Лапуста М.Г., Никольский П.С. Современный финансово-кредитный словарь – 2-е изд., доп. – М.: ИНФРА-М, 2002.– стр. 28.

²⁶ Там же.

рамках аукционов по продаже энергетических активов Украины доля государства (в лице Фонда государственного имущества Украины) варьировалась от 40% до 100%, но в большинстве случаев Фонд государственного имущества Украины владел (владеет) контрольными пакетами акций в продаваемых предприятиях. Отсутствие иных крупных акционеров позволяет избежать конфликта интересов, что заметно упрощает корпоративные процедуры монополий при подготовке к реструктуризации.

При анализе литературы, касающейся аукционов, встречаются различные виды организации аукционов, тем не менее, с точки зрения реструктуризации, нас интересуют следующие²⁷:

- Продажа государственного или муниципального имущества на аукционах, в том числе продажа акций созданных в процессе приватизации акционерных обществ на специализированном аукционе. Это самый простой вид аукциона, который не подразумевает каких либо обязательств для потенциальных инвесторов, что может в дальнейшем негативно сказаться как на реструктуризируемой отрасли, так и на состоянии экономики в целом.
- Продажа государственного или муниципального имущества на коммерческом конкурсе с инвестиционными и (или) социальными условиями. Использование данной формы аукциона подразумевает определенные требования к финансовому состоянию потенциальных покупателей, к объему выпускаемой ими продукции, к организационной структуре и опыту. Кроме того, могут выставляться требования относительно дальнейших планов деятельности продаваемой компании в структуре собственности новых владельцев. Например, условиями продажи 75% акций ОАО «ПГК» оговаривалось, что «в аукционе могут участвовать российские негосударственные компании, являющиеся прибыльными по итогам последних двух лет,

²⁷ Лапуста М.Г., Никольский П.С. Современный финансово-кредитный словарь – 2-е изд., доп. – М.: ИНФРА-М, 2002.– стр. 28.

располагающие либо в собственности, либо по договору лизинга 15 тысячами грузовых вагонов, а также опытом управления таким парком в течение не менее полугода от даты объявления аукциона»²⁸.

Суммируя вышеизложенное, необходимо отметить, что преимуществом аукциона, как инструмента реструктуризации естественных монополий, является простота использования, а также возможность устанавливать требования к покупателям, тем самым определяя потенциальную структуру формирующегося рынка.

В целом, каждый инструмент реструктуризации естественных монополий имеет свои конкретные цели и направления использования, как свои преимущества и недостатки. Практическое применение определенного инструмента реструктуризации, в конечном счете, зависит от задач, которые государство планирует решить в ходе реструктуризации.

²⁸ Алиев. А. Грузовой аукцион [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М.: «Expert online», 2011. – Режим доступа: <http://expert.ru/2011/09/7/gruzovoj-auksion/>, свободный.- Загл. с экрана. – Размещ. 07.09.2011.

Глава 2. Практическое применение рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий.

2.1. Зарубежный опыт реструктуризации естественных монополий.

Реформирование естественных монополий является важнейшим элементом структурных реформ экономики не только Российской Федерации, но развитых и развивающихся стран мира.

Россия – далеко не первая страна, пришедшая к осознанию необходимости либерализации рынков естественных монополий. Зарубежный опыт реформирования естественных монополий стран, таких как Великобритания, Финляндия, Норвегия, Швеция, Дания, Италия показал Введение конкурентных отношений в естественно – монопольных секторах – это мировая тенденция, в рамках которой Российская Федерация строит современную рыночную экономику.

2.1.1. Реструктуризация Enel (Италия).

Enel S.p.A. (Ente Nazionale per l'Energia eLettrica) – крупнейшая итальянская энергетическая компания, одна из крупнейших энергетических компаний в мире. Enel является интегрированной холдинговой компанией, оказывающей услуги в секторе генерации электроэнергии и в газовом секторе. На данный момент Enel осуществляет деятельность в 40 странах мира, имеет более 97 000 МВт установленной мощности электроэнергии, а также поставляет электрическую энергию и газ 61 млн. клиентов по всему миру²⁹.

Итальянское национальное агентство по электроэнергии – Enel – было создано 6 декабря 1962г. Деятельность Enel включала производство электроэнергии, ее импорт и экспорт, а также распределение и продажу электроэнергии, иными словами, Enel представляла собой естественную монополию. В период 60-90х гг. прошлого века Enel активно поглощала локальные и региональные энергетические и диспетчерские компании, как на территории Италии, так и за рубежом, а также строила свою операционную структуру по принципу вертикально - интегрированной компании. Данный период деятельности характеризуется как период активного роста всех производственных показателей, развития передовых технологий и атомной энергетики. Тем не менее, уже в указанный период стали возникать проблемы связанные с неэффективным и экологически грязным производством электроэнергии. В начале 80-х годов доля электроэнергии произведенной из углеводородов в Италии составляла 54%, по сравнению с 14% в Федеративной Республике Германия, 13% в Великобритании, 11% во Франции³⁰. Кроме того, экологические проблемы, обусловленные аварией на Чернобыльской АЭС, привели к усиленной загрузке мощностей по

²⁹ http://www.enel.com/en-GB/group/about_us/

³⁰ http://www.enel.com/en-GB/group/about_us/history/1978_1992/

производству тепловой энергии. В результате отказа от производства атомной энергии техническое состояние активов генерации электроэнергии заметно ухудшилось (повышенный износ основных средств объектов генерации). Последний фактор стал основной причиной, в результате которой возник дефицит финансирования капитальных затрат энергетического комплекса Италии.

В ходе анализа возможных путей разрешения возникших проблем Правительство Италии пришло к выводу о необходимости комплексной реструктуризации энергетического хозяйства страны.

В 1991г. в соответствии с законом 9/1991 Enel была обязана создать дочерние компании в секторах, в которых она осуществляла деятельность. Здесь необходимо заметить, что в состав Enel входили не только энергетические активы. Так, телекоммуникационная компания Wind Telecomunicazioni была образована в результате структурной перестройки Enel как ее дочерняя компания, работающая в сфере телекоммуникационных услуг. В 2005г. Enel Group продала Wind Telecomunicazioni как непрофильный актив компании Weather Investments³¹.

Следующим шагом на пути реструктуризации Enel стало преобразование компании в акционерное общество. В 1992г. Правительство Италии приняло указ № 333 от 1 июля 1992г., на базе которого был принят закон № 359 от 8 августа 1992г. Согласно закону № 359 Enel преобразовывалась в акционерное общество, единственным акционером которого было Казначейство Италии. Данный шаг был принят в целях дальнейшей продажи акций компании на фондовом рынке с сохранением блокирующего пакета под контролем государства.

В 1999г. Правительством Италии был принят закон Берсани (Bersani Act), в соответствии с которым проводилась политика по либерализации итальянского энергетического комплекса³². Законом Берсани было

³¹ <http://www.windgroup.it/it/index.phtml>

³² http://www.enel.com/en-GB/group/about_us/history/1999_2001/

предусмотрено выделение из состава Enel компаний исходя из их вида деятельности: генерация, передача, распределение и продажа электрической энергии потребителям. В результате данных структурных перестроек были образованы следующие компании: Enel Produzione, Enel Distribuzione и Terna. Соответственно, основной деятельностью Enel Produzione стала генерация электроэнергии, Enel Distribuzione – дистрибуция электроэнергии, Terna – передача электроэнергии по сетям высокого напряжения. В соответствии с законом Берсани Enel передала управление сетевой компанией Terna ее менеджменту, что привело к образованию новой компании – Gestore della Rete di Transmissone Nazionale (GRTN) – Национальной компании по управлению высоковольтными сетями. Остальные компании (Enel Produzione, Enel Distribuzione) вошли в состав новообразованной холдинговой структуры Enel Group³³.

В дальнейшем Enel была вынуждена продать 15 000 МВт установленной мощности (что сопоставимо с установленной мощностью всей Бельгии) своим конкурентам в целях обеспечения конкуренции на рынке генерации электроэнергии. Аналогичные меры были приняты в отношении электросетевого бизнеса Enel: муниципалитетам крупных городов (Рим, Милан, Турин и др.) были проданы распределительные сетевые компании, действующие на территории данных городов, что привело к формированию конкурентного рынка электросетевых услуг.

Завершающим этапом реструктуризации энергетического хозяйства Италии стало первичное размещение бумаг Enel в ноябре 1999г. на Итальянской и Нью-Йоркской фондовых биржах³⁴. Размещение акций Enel считается одним из самых успешных:

- самое крупное публичное размещение в Европе,
- второе в мире публичное размещение по объему привлеченных средств и количеству инвесторов.

³³ <http://www.gse.it/en/company/Pages/default.aspx>

³⁴ http://www.enel.com/en-GB/group/about_us/history/1999_2001/

Таким образом, в рамках IPO Enel было размещено 4 млрд. акций на общую сумму выше 18,9 млрд. долларов. Министерство Финансов Италии стало владельцем 31,24% акций Enel, оставшаяся часть акционерного капитала компании была распределена среди 1,4 млн. частных и институциональных инвесторов³⁵.

Успех публичного размещения Enel был обусловлен грамотными действиями Правительства Италии, а также высоким качеством активов компании, расположенных по всему миру. Министерство Финансов Италии в рамках подготовки к IPO смогло привлечь к участию в акционерном капитале Enel крупных международных институциональных инвесторов (инвестиционные фонды, инвестиционные банки, страховые и другие компании), которые сформировали первоначальный спрос на акции компании. Кроме того, Правительство Италии заверило, что, несмотря на потерю контроля в компании, оно останется стратегическим инвестором Enel и продолжит развивать компанию как стратегическую бизнес единицу, что также повысило спрос на акции Enel в рамках IPO.

Реструктуризация итальянского энергетического комплекса на примере компании Enel является ярким примером реструктуризации естественной монополии без ее полной ликвидации (что случилось с РАО «ЕЭС России»). Как говорилось ранее, бизнес Enel был разделен между дочерними компаниями исходя из вида деятельности данных компаний. В тоже время дочерние компании были интегрированы в холдинговую структуру – Enel Group. Непрофильные активы (Wind Telecomunicazione) были проданы сторонним инвесторам. Сферы деятельности компании, в которых Enel занимала монопольное положение, были разукрупнены путем продажи части активов Enel её конкурентам, а сама Enel Group была успешно выведена на IPO, что сделало компанию частной. Данные мероприятия не только сформировали один из самых конкурентных рынков энергетики Европы, но и

³⁵ Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007 – стр. 24.

привели к созданию одной из крупнейших частных компаний Европы. В целом, по мнению автора, реструктуризация Enel была осуществлена весьма успешно.

2.1.2. Реструктуризация British Gas (Великобритания).

British Gas является одним из ведущих поставщиков энергии и услуг по отоплению помещений в Великобритании. British Gas является торговым именем компаний British Gas Services Limited и British Gas New Heating Limited, а также входит в состав компании Centrica³⁶.

Реструктуризация British Gas проходила в рамках программы по кардинальной структурной перестройке промышленности Великобритании в 80–90х годах прошлого века, целью которой являлось построение рыночных отношений в естественно – монопольных отраслях, а также создание финансово здоровых и эффективных компаний в данных секторах.

В начале 1900-х годов рынок газовых услуг Великобритании находился в ведении советов графств и небольших частных фирм. В 1948г. лейбористское правительство Клементы Эттли поменяло структуру газовой промышленности в результате принятия закона «О газе» (The Gas Act). В соответствии с законом «О газе» газовая промышленность была национализирована, а 1062 компании, которые оперировали в газовом секторе, были объединены в 12 Газовых Советов исходя из территориального признака деятельности. Каждый Совет представлял собой независимую организацию со своей собственной структурой управления³⁷.

В январе 1973г. British Gas была преобразована в British Gas Corporation в результате принятия закона «О газе» 1972 года, что подразумевало собой создание холдинговой структуры, в рамках которой бывшие Газовые Советы выполняли роль территориальных дочерних компаний³⁸.

К 1970-м годам Великобритания пережила несколько экономических спадов, которые объяснялись чрезмерным вмешательством государства в

³⁶ <http://www.britishgas.co.uk/>

³⁷ Williams, Trevor I. A History of the British Gas Industry, Oxford University Press. 2004.

³⁸ Там же.

экономику, росло недовольство населения качеством услуг предоставляемых государственными компаниями. Государственные компании испытывали значительные финансовые трудности, что вызвало сомнения относительно дальнейшей жизнеспособности ряда отраслей, таких как: газовая и угольная. В тоже время многие государственные компании оказались на грани банкротства, т.к. им требовалась значительная финансовая помощь.

Экономика Великобритании в указанный период времени по важнейшим показателям отставала от мировых лидеров. Одной из причин, которая привела к такому положению дел, стало чрезмерное влияние государства на экономику страны. Правительство Великобритании вплотную подошло к осознанию необходимости проведения структурных реформ в естественно–монопольных отраслях. Тем не менее, проведение реформ откладывалось по причине частой смены политического курса страны³⁹.

В 1986г. консервативное правительство во главе с премьер – министром Маргарет Тэтчер представило новую версию закона «О газе», в соответствии с которым газовая промышленность подлежала приватизации путем публичного размещения акций British Gas Corporation. Подготовка к IPO British Gas Corporation проходило по единому для всех выделяемых предприятий сценарию: мощная маркетинговая кампания среди широких масс, создание возможностей для участия в размещении работников British Gas, проведение переговоров с большим количеством потенциальных стратегических инвесторов⁴⁰.

В декабре 1986г. завершилось публичное размещение акций British Gas, в результате которого Правительство Великобритании смогло привлечь 9 млрд. фунтов стерлингов, что стало мировым рекордом среди публичных размещений на момент его осуществления⁴¹.

³⁹ <http://www.rao-ees.ru/ru/reforming/foreign/show.cgi?content.htm>

⁴⁰ Williams, Trevor I. A History of the British Gas Industry, Oxford University Press. 2004.

⁴¹ Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007 – стр. 24.

В следующие десять лет активно шли процессы структурной перестройки газового сектора Великобритании, в результате которых был создан регулятор отрасли – Служба газоснабжения (Office of Gas Supply – Ofgas), которая в дальнейшем была преобразована в Службу по рынкам газа и электроэнергии (Office of Gas and Electricity Markets – Ofgem). Структурные изменения коснулись и компании British Gas, операционная деятельность которой была разделена между 5 дивизионами:

Public Gas Supply – внутренние поставки газа;

Contact Trading – оказание услуг по поставке газа промышленным потребителям;

Transportation and Storage (Transco) – оказание услуг по поставке газа и его хранению;

Service and installation – оказание услуг по обслуживанию потребителей, а также по техническому присоединению потребителей;

Retail – ритейловое подразделение British Gas

В 1997г. в соответствии с решением акционеров произошло разделение British Gas в целях формирования двух независимых компаний⁴²:

Centrica plc. – данной компании были переданы функции по производству и поставке газа на территории Великобритании. В настоящее время Centrica plc. имеет право использовать бренд British Gas в коммерческих целях;

BG plc. – в сферу ответственности данной компании входила транспортировка, добыча и разведка газа.

Момент окончания разделения British Gas на Centrica plc. и BG plc. считается моментом завершения реструктуризации газового сектора Великобритании.

⁴² <http://www.britishgas.co.uk/legal-information.html>

2.1.3. Реструктуризация British Telecom (Великобритания).

BT Group plc – английская международная телекоммуникационная компания со штаб-квартирой в Лондоне. BT Group является одной из крупнейших телекоммуникационных компаний в мире, которая осуществляет свою деятельность в 170 странах. Подразделение BT Retail является ведущим поставщиком услуг телефонии, широкополосного доступа, телевидения в Великобритании с количеством абонентов превышающим 18 млн⁴³.

British Telecom является старейшей телекоммуникационной компанией в мире, которая была образована в 1846г. История компании начинается с момента создания первых телекоммуникационных компаний Соединенного Королевства. В дальнейшем некоторые телекоммуникационные компании были признаны банкротами, другие были поглощены, но в основном управление ими было передано под контроль Главной Почтовой Службы, которая объединила их под единым именем British Telecommunications. В 1912г. Главная Почтовая Служба стала основным поставщиком телекоммуникационных услуг Великобритании, в связи с чем Службе были переданы функции по управлению частными телефонами линиями по всей Великобритании. Таким образом, на рынке почтовых и телекоммуникационных услуг образовалась государственная монополия⁴⁴.

В 1969г. Правительством Великобритании был принят закон «О почтовой службе» (Post Office Act), в соответствии с которым Почтовая Служба была преобразована из правительственного учреждения в акционерное общество. Тем не менее, Почтовая Служба сохранила за собой монопольное положение на рынке телекоммуникационных услуг, т.к. она обладала исключительными правом по созданию новых

⁴³ <http://www.btplc.com/Thegroup/Ourcompany/index.htm>

⁴⁴ <http://www.btplc.com/Thegroup/BTshistory/History.htm>

телекоммуникационных систем и по оперативному управлению текущими системами. Также в соответствии с данным законом бизнес Почтовой Службы был разделен между двумя подразделениями: Почтовым и Телекоммуникационным⁴⁵.

В 1977г. Комитет Картера (Carter Committee) опубликовал рекомендации по дальнейшему развитию Почтового и Телекоммуникационного подразделений Почтовой Службы в качестве независимых корпораций. В результате данных мер Телекоммуникационное подразделение Почтовой службы было переименовано в British Telecom, но оно все еще продолжало входить в состав Почтовой Службы.

В 1981г. был принят закон «О телекоммуникациях Великобритании» (British Telecommunications Act), в соответствии с которым функции по предоставлению телекоммуникационных услуг были вынесены из сферы деятельности Почтовой Службы и переданы новообразованным корпорациям: Post Office Ltd и British Telecom⁴⁶.

В июле 1981г. Правительство Великобритании официально объявило о своем намерении приватизировать British Telecom. Кабинет Министров Маргарет Тэтчер рассматривал приватизацию British Telecom в рамках программы по приватизации промышленности Великобритании. Данные меры были вызваны общим упадком промышленности страны, а также тем, что государственные компании уступали частным, как с финансовой точки зрения, так и с точки зрения операционной эффективности. В рамках приватизации английской промышленности кроме British Telecom частными также стали: Regional Electricity Companies, UK Water Authorities, British Steel, British Railways. Как говорилось в первой главе, публичные размещения данных компаний стали крупнейшими размещениями на момент их осуществления⁴⁷.

⁴⁵ <http://www.btplc.com/Thegroup/BTsHistory/History.htm>

⁴⁶ Там же.

⁴⁷ <http://www.btplc.com/Thegroup/BTsHistory/History.htm>

В 1984г. после победы Консервативной Партии на парламентских выборах Великобритании увидел свет обновленный закон «О телекоммуникациях Великобритании». В соответствии с новой версией закона предусматривалась продажа 50,2% акций корпорации British Telecom частным инвесторам. Правительство Великобритании дало старт крупнейшей маркетинговой кампании по продаже акций British Telecom в целях создания интереса к акциям государственной монополии. Кроме того, Правительством Великобритании были предусмотрены меры по кредитованию покупки акций British Telecom под льготную ставку, в первую очередь это касалось работников монополии. Основным мотивом данных действий было желание распространить акции монополии как можно шире среди населения с целью заручиться поддержкой граждан в создании частной собственности в монопольных отраслях.

По причине изменений в отрасли, последовавших в результате принятия закона «О телекоммуникациях Великобритании» 1984г., British Telecom потеряла исключительное право на оказание услуг телекоммуникационных систем. Это означало, что British Telecom перестала выполнять функции естественной монополии в управлении телекоммуникационными системами, которую компания технически сохранила с 1981г. В первую очередь был либерализован рынок лицензирования инноваций в сфере телекоммуникационных услуг. На новых условиях British Telecom была вынуждена получать лицензии на общих правах и больше не могла лицензировать деятельность других компаний. С принятием закона «О телекоммуникациях Великобритании» началась поэтапная либерализация рынка телекоммуникаций Великобритании. В 1991г. конкурентные отношения на рынке телекоммуникаций были закреплены принятием Белой Книги Правительства Великобритании, в соответствии с которой потребители получили право выбора провайдера телекоммуникационных услуг не только между государственными компаниями (British Telecom и Mercury Communications), но между иными

частными компаниями, что открыло дорогу на рынок телекоммуникационных услуг новым компаниям⁴⁸.

Завершающим аккордом в реструктуризации British Telecom, как и в случае с Enel, стало публичное размещение акций компании. В ноябре 1984г. Правительство Великобритании предложило 3,012 млн. обыкновенных акций для продажи посредством публичного размещения. 28 ноября, на момент закрытия книги заявок, спрос на акции British Telecom превысил предложение в 3,2 раза. Структура акционеров публичного размещения 50,2% акций British Telecom распалась на 4 группы⁴⁹:

- внутренние институциональные инвесторы – 47,4% от общего объема эмиссии;
- физические лица (широкая общественность) – 34,3% от объема эмиссии;
- работники и пенсионеры British Telecom – 4,6%;
- институциональные и частные инвесторы США, Японии, Канады и других стран – 13,7%.

Торги акциями British Telecom начались 3 декабря 1984г. одновременно на биржах Лондона, Нью-Йорка и Торонто. В результате IPO акционерами British Telecom стали 96% сотрудников компании, которые получили право приобрести акции компании в кредит с рассрочкой платежа. Общий объем привлеченных средств составил 3 млрд. 916 млн. фунтов стерлингов, что стало самым крупным размещением в мире на момент его осуществления.

21 ноября 1991г. состоялось второе размещение акций British Telecom, в результате которого было продано 1 589 млн. акций компании на сумму свыше 5 млрд. фунтов стерлингов, а государственная доля в компании сократилась с 47,6% до 21,8%⁵⁰.

⁴⁸ <http://www.btplc.com/Thegroup/BTsHistory/History.htm>

⁴⁹ Там же.

⁵⁰ <http://www.btplc.com/Thegroup/BTsHistory/History.htm>.

В июле 1993г. Правительство Великобритании продало на фондовом рынке практически все оставшиеся акции еще на 5 млрд. фунтов стерлингов, что стало завершением приватизации British Telecom⁵¹.

В результате анализа реструктуризации British Telecom автор данной работы убедился, что сохранение материнской компании в качестве одного из основных игроков рынка, ведет к большим положительным результатам, чем ликвидация бывшей монопольной структуры. Как и в случае с Enel, British Telecom является ведущей частной компанией. Акции British Telecom являются «голубыми фишками» фондового рынка Англии, а публичные размещения компании рассматриваются экспертами как одни из самых качественных с точки зрения организации и крупных с точки зрения объема привлеченных средств. К сожалению, реструктуризация ОАО РАО «ЕЭС» привела к ликвидации государственной компании. Как показывает опыт развитых стран, материнские компании продолжают эффективно функционировать в новых конкурентных условиях. Во многих случаях материнские компании становятся крупными международными холдингами, что положительно сказывается как на отрасли, где оперируют такие компании, так и на фондовых рынках материнских стран.

⁵¹ Там же.

2.2. Применение механизмов конверсии акций в рамках первого уровня реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС».

Реструктуризация ОАО РАО «ЕЭС» была обусловлена, как и общей технологической отсталостью отрасли, так и необходимостью либерализации рынка электрической энергии, а также привлечением инвестиций в отрасль. Цели и задачи реформы были определены постановлением Правительства от 11 июля 2001 г. № 526 "О реформировании электроэнергетики Российской Федерации". С учетом последующих изменений в нормативно-правовой базе цели и задачи реформирования были конкретизированы в "Концепции Стратегии ОАО РАО "ЕЭС России" на 2005-2008 гг. "5+5"⁵².

В ходе реформы существенно изменилась структура отрасли: произошло разделение монопольных (передача электроэнергии, оперативно-диспетчерское управление) и потенциально конкурентных (производство и сбыт электроэнергии, ремонт и сервис) функций, и вместо прежних вертикально-интегрированных компаний, выполнявших все эти функции, были созданы структуры, специализирующиеся на отдельных видах деятельности.

Генерирующие, сбытовые и ремонтные компании стали преимущественно частными, что позволило им конкурировать друг с другом. В монопольных сферах, напротив, произошло усиление государственного контроля.

С точки зрения применения инструментов реструктуризации естественных монополий, процесс реформирования ОАО РАО «ЕЭС» распадается на следующие уровни реструктуризации:

- Выделение целевых компаний и промежуточных холдингов из состава РАО «ЕЭС» через механизм конверсии акций, исходя из вида

⁵² <http://www.rao-ees.ru/ru/reforming/kon/show.cgi?kon.htm>

деятельности компаний. Дальнейшее присоединение промежуточных холдингов к целевым компаниям также через механизм конверсии акций - *первый уровень реструктуризации*;

- Продажа «государственных» пакетов акций выделяемых компаний на аукционах либо через механизм публичного размещения – *второй уровень реструктуризации*;

Основополагающим принципом реорганизации на первом уровне реструктуризации РАО «ЕЭС России» являлось пропорциональное распределение акций обособляемых компаний среди акционеров энергохолдинга. Владелец 10% акций РАО «ЕЭС» получил аналогичный пакет акций в какой – либо обособленной компании, если данная компания являлась 100%-ной «дочкой» энергохолдинга, или, например 5% ее акций, если РАО «ЕЭС» принадлежал лишь контрольный пакет⁵³.

Ввиду того, что РАО «ЕЭС» не могло в соответствии с законом «Об акционерных обществах» распределить принадлежащие ей пакеты акций напрямую в пользу существующих акционеров, из состава естественной монополии выделялись промежуточные холдинги, единственными активами которых являлись подконтрольные РАО «ЕЭС» пакеты акций. Одновременно со своим созданием промежуточные холдинги присоединялись к соответствующим компаниям.

Схема проведения реорганизации РАО "ЕЭС России" была основана на принципе обеспечения интересов всех групп акционеров РАО "ЕЭС России". Активы РАО "ЕЭС России" были разделены на активы, которые были переданы государству, и активы, которые были переданы миноритарным акционерам, в соответствии с долей участия государства и миноритарных акционеров в капитале ОАО РАО "ЕЭС России" (Приложение 2).

⁵³ Трипотень Е. Реорганизация РАО «ЕЭС»: ретроспектива и взгляд в будущее // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – стр. 20 – 23.

В рамках первого уровня реструктуризации были выделены следующие государственные холдинги⁵⁴:

1) ОАО "Государственный холдинг", на баланс которого были переданы акции из "государственной" доли следующих компаний:

- ОАО "ФСК ЕЭС" (в размере, пропорциональном доли участия Российской Федерации в уставном капитале ОАО РАО "ЕЭС России" на момент принятия решения о реорганизации);
- магистральных сетевых компаний (МРСК);
- тепловых генерирующих компаний (ОГК и ТГК) или активы, которые были получены в результате продажи тех или иных "государственных" пакетов акций ОГК/ТГК.

2) ОАО "Государственный холдинг ГидроОГК", на баланс которого были переданы акции ОАО "ГидроОГК" (в размере доли участия Российской Федерации в уставном капитале РАО "ЕЭС России"). Также на баланс ОАО «Государственный холдинг ГидроОГК» были переданы акции из "государственной" доли в ОГК и ТГК или активы, полученные от их продажи.

Государственные холдинги являлись промежуточными компаниями, так выделение ОАО "Государственный холдинг" и ОАО "Государственный холдинг ГидроОГК" осуществлялось с их одновременным присоединением к ОАО "ФСК ЕЭС" и ОАО "ГидроОГК" соответственно, что обеспечило прямое участие государства в капитале ОАО "ФСК ЕЭС" и ОАО "ГидроОГК". В виду того, что ОАО «ФСК ЕЭС» и ОАО «ГидроОГК» остались в государственной собственности и не могли привлечь стратегического инвестора с рынка, финансирование операционной деятельности данных компаний, а также их дальнейшее развитие было обеспечено за счет продажи активов тепловой генерации, находившихся на балансе указанных холдингов⁵⁵.

⁵⁴ http://www.rao-ees.ru/ru/reorg/show.cgi?reorg_2.htm

⁵⁵ http://www.rao-ees.ru/ru/reorg/show.cgi?reorg_2.htm

Советом директоров РАО "ЕЭС России" была предусмотрена возможность выделения из РАО "ЕЭС России" компаний (холдингов), акции каждой из которых были распределены только конкретному акционеру РАО "ЕЭС России"⁵⁶. На балансы таких компаний были переданы пакеты акций тепловых генерирующих компаний (ОГК/ТГК), ОАО "ФСК ЕЭС", ОАО "ГидроОГК", а также иные активы, приходящиеся на долю данного акционера в уставном капитале РАО "ЕЭС России". Таким образом, единственным имуществом данных миноритарных холдингов являлись пакеты акции миноритарных акционеров РАО «ЕЭС России». Данные меры были предприняты в целях максимального учета интереса акционеров РАО «ЕЭС».

В результате структурных перестроек были образованы следующие миноритарные холдинги:

- ОАО "Миноритарный холдинг ФСК ЕЭС", владевший "миноритарной" долей акций ФСК (48% от принадлежащих ОАО РАО "ЕЭС России" акций);
- ОАО "Миноритарный холдинг ГидроОГК", владевший "миноритарной" долей акций ГидроОГК;
- 5 миноритарных холдингов ОГК, каждый из которых владел миноритарной долей акций только одной ОГК (все тепловые ОГК, за исключением ОГК-5);
- 13 миноритарных холдингов ТГК, каждый из которых владел миноритарной долей акций только одной ТГК (все ТГК, за исключением ТГК-5).
- 100% акций миноритарного холдинга ФСК, миноритарного холдинга ГидроОГК и миноритарных холдингов ОГК/ТГК были распределены исключительно в пользу миноритарных акционеров РАО "ЕЭС России».

⁵⁶ Там же.

Как говорилось выше, единственным имуществом данных холдингов являлась доля участия миноритарных акционеров в том или ином активе РАО «ЕЭС» (компания). Выделение указанных миноритарных холдингов подразумевало их дальнейшее присоединение к целевым компаниями либо свободную продажу акций данных холдингов иным инвесторам. Владельцы миноритарных холдингов в каждом конкретном случае определяли исходя из сложившейся ситуации в целевой компании и на фондовом рынке, будут ли акции холдинговой компании конвертированы в акции целевой компании или будут проданы. Рассмотрим описанные выше сценарии выделения предприятий на примере «ТГК-11» и «ТГК-4» (ОАО «Квадра»).

Выделение «ТГК-11» из состава РАО «ЕЭС» является примером отказа от присоединения миноритарных акционеров к целевой компании. Государственная доля участия в «ТГК-11» выделялась из РАО «ЕЭС» в составе ОАО «Государственный холдинг». Необходимо отметить, что на момент реструктуризации РАО «ЕЭС», компания «ТГК-11» не существовала в ее нынешнем виде. ОАО «ТГК-11» в текущее время представляет энергетический актив, единственной сферой деятельности которой является генерация энергии. В период реструктуризации РАО «ЕЭС» «ТГК -11» входило в состав региональной монополии, деятельность которой совмещала не только генерацию энергии, но и её передачу (сетевой бизнес), сбыт (сбытовой бизнес). Контрольным пакетом акций в структуре данной региональной монополии владело государство в лице РАО «ЕЭС». Как говорилось выше, акции генерирующих предприятий либо средства от их продажи после ликвидации ОАО «Государственный холдинг» передавались на баланс ОАО «ФСК ЕЭС» либо ОАО «ГидроОГК». В случае с «ТГК -11» «государственный» пакет был закреплен за «ФСК ЕЭС», который не был продан стратегическому инвестору и остался в собственности «ФСК ЕЭС». Также в ходе реструктуризации был выделен миноритарный холдинг «ТГК-11 Холдинг», в собственности которого находилось 16% акций «ТГК-11». Самым крупным акционером холдинговой компании являлась НК

«Роснефть»⁵⁷. В большинстве случаев на первом уровне реструктуризации РАО «ЕЭС» акции миноритарных холдингов конвертировались в акции целевых компаний, тем самым осуществлялась процедура присоединения холдинговых компаний к целевым компаниям.

В случае с «ТГК-11 Холдинг» данная процедура не была осуществлена по причине корпоративного конфликта между НК «Роснефть» и «ТГК-11», в итоге компания «ТГК-11 Холдинг» просуществовала до 2011 года. К тому моменту стратегическим инвестором «ТГК-11» стало ОАО «Интер РАО ЕЭС», которое консолидировало контроль над «ТГК-11», выкупило холдинговую структуру у НК «Роснефть» и ликвидировало ее. НК «Роснефть» получило денежные средства от продажи холдинговой структуры, так и не став прямым акционером «ТГК-11»⁵⁸.

Образование ОАО «ТГК-4» (ныне ОАО «Квадра») демонстрирует типичную процедуру выделения генерирующей компании из состава РАО «ЕЭС». В рамках реструктуризации РАО «ЕЭС» «государственная» доля акционерного капитала «ТГК-4» аналогично иным генерирующим компаниям была отнесена на баланс ОАО «Государственный холдинг», а затем продана с аукциона. Как и в других случаях, из состава РАО «ЕЭС» была выделена холдинговая структура «ТГК-4 Холдинг», принадлежавшая миноритарным акционерам. В отличие от «ТГК-11» на активы «ТГК-4» сразу был найден стратегический инвестор – ООО «Группа Онэксим», которая победила в аукционе по продаже государственного пакета, а также выкупила дополнительную эмиссию «ТГК-4»⁵⁹.

Консолидовав контроль над «ТГК-4» Группа Онэксим заверила общественность, что «ТГК-4» станет основной в построении нового энергетического холдинга, что отвечало интересам миноритарных акционеров, и холдинг «ТГК-4 Холдинг» был присоединен к целевой компании «ТГК-4» путем конверсии акций. На этом корпоративные

⁵⁷ <http://neftegaz.ru/news/view/99631>

⁵⁸ <http://www.kommersant.ru/doc/1320493>

⁵⁹ На основе годового отчета ОАО «Квадра» за 2007г.

процедуры были закончены, акции «ТГК-4 Холдинг» были конвертированы в акции «ТГК-4», а владельцы «ТГК-4 Холдинг» стали акционерами «ТГК-4».

Помимо государственных и миноритарных холдингов, переходящих под контроль государства и миноритарных акционеров соответственно, было создано нескольких холдинговых компаний, акции которых были пропорционально разделены между государством и миноритарными акционерами РАО "ЕЭС России"⁶⁰:

- "Интер РАО ЕЭС Холдинг", владеющий пакетом акций ОАО "Интер РАО ЕЭС", а также активами, подлежащими передаче в оплату уставного капитала ОАО "Интер РАО ЕЭС";
- ОАО "Холдинг МРСК", владеющий пакетами акций МРСК, а также распределительных сетевых компаний;
- Холдинг ОАО "РАО Энергетические системы Востока", владеющий пакетами акций ОАО "Дальневосточная энергетическая компания", а также пакетами акций изолированных энергосистем.

Каждая из вышеперечисленных компаний была создана в связи с конкретными причинами. Основной деятельностью ОАО «Интер РАО ЕЭС» стали экспортные операции с электрической энергией, что является скорее инициативой Правительства Российской Федерации, заинтересованного в сохранении монопольного положения подконтрольной структуры на рынке экспорта энергоресурсов (по аналогии с ОАО «Газпром»). ОАО «Холдинг МРСК» был создан как промежуточная компания, единственным имуществом которой были пакеты акций в региональных распределительных сетевых компаниях. ОАО «Дальневосточная энергетическая компания» было создано обособленно по причине специфического характера изолированных энергетических систем Дальнего Востока, что подразумевает под собой несколько иные меры как в области управления энергетическими системами, так и в области построения корпоративных структур.

⁶⁰ http://www.rao-ees.ru/ru/reorg/show.cgi?reorg_2.htm

После завершения выделения всех создаваемых компаний РАО "ЕЭС России", на балансе которого осталась часть активов, не относящихся к технологической деятельности целевых компаний, были присоединены к ОАО "ФСК ЕЭС". Акционеры РАО "ЕЭС России" получили долю участия в ОАО "ФСК ЕЭС" не только как акционеры выделяемых ОАО "Государственный холдинг" или ОАО "Миноритарный холдинг ФСК ЕЭС", но и как акционеры РАО "ЕЭС России"⁶¹.

В целом схема первого уровня реструктуризации позволила:

- учесть интересы всех групп акционеров РАО "ЕЭС России";
- пропорционально распределить акций целевых компаний, принадлежащие РАО "ЕЭС России", среди акционеров РАО "ЕЭС России";
- снизить долю участия государства в потенциально конкурентных видах деятельности отрасли;
- обеспечить долю прямого участия государства в уставном капитале ОАО "ФСК ЕЭС" и ОАО "ГидроОГК";
- обеспечить финансирование целевых инвестиционных программ ОАО «ФСК ЕЭС» и ОАО «ГидроОГК»;
- создать базовую структуру энергетической отрасли.

⁶¹ http://www.rao-ees.ru/ru/reorg/show.cgi?reorg_2.htm

2.3. Применение IPO и аукционов в рамках второго уровня реструктуризации ОАО РАО «ЕЭС».

В рамках второго уровня реструктуризации РАО «ЕЭС» осуществлялась продажа пакетов акций генерирующих компаний путем проведения аукционов либо через публичные размещения акций. В большинстве случаев продажа государственного пакета совмещалась с публичным размещением, что являлось следствием политики РАО «ЕЭС» по укрупнению доли мажоритарных акционеров в акционерном капитале продаваемых предприятий. Данный уровень реструктуризации РАО «ЕЭС» характеризуется некоторыми особенностями.

Первая особенность размещений акций выделяемых из состава РАО «ЕЭС» компаний заключалась в том, что акции в любом случае были проданы сторонним инвесторам. Если на IPO выходит компания, принадлежащая частному акционеру, то этот акционер в любой момент может отказаться от размещения - если не хочет продавать бизнес за те деньги, которые предлагает фондовый рынок. В случае с РАО ЕЭС и ее дочерними компаниями практически всегда покупатель был найден, и продажа состоялась⁶².

Второй особенностью совмещенной реализации «государственных» пакетов акций и дополнительных эмиссий являлось наличие либо стратегических, либо якорных инвесторов почти на каждый реализуемый актив⁶³. Во многом данная особенность определяла первую, т.к. чаще всего стратегические инвесторы выкупали «государственные» пакеты акций реализуемых предприятий на аукционах, а затем докупали недостающие для контроля доли в ходе размещений. В дальнейшем именно действия стратегических инвесторов определяли то, насколько успешно пройдет

⁶² <http://www.finmarket.ru/z/nws/interview.asp?id=794466&rid=1>

⁶³ Терехов Д. СПО в тепловой генерации: перспективы // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – 42 – 46 стр.

размещение той или иной компании. Кроме того, стратегические инвесторы стали драйверами консолидации отрасли и ее дальнейшего развития. Так, стратегические инвесторы оказали значительную финансовую помощь новообразованным генерирующим компаниям в период кризиса 2008 – 2009 гг., тем самым обеспечив стабильность отрасли в целом.

Таблица 2.

Стратегические инвесторы генерирующих компаний⁶⁴

Компания	Стратегический инвестор	Доля "стратега", %
ТГК-1	Газпром	51,79
ТГК-2	Коррес Инвест	40
ТГК-3	Газпром	53,5
ТГК-4	Группа Онэксим	50
ТГК-5	КЭС - холдинг	51
ТГК-6	КЭС - холдинг	57,21
ТГК-7	КЭС - холдинг	81,32
ТГК-8	Лукойл	100
ТГК-9	КЭС - холдинг	100
ТГК-10	Фортум	95
ТГК-11	Интер РАО	50
ТГК-12	СУЭК	65,78
ТГК-13	СУЭК	61,14
ТГК-14	Норникель	84

Компания	Стратегический инвестор	Доля "стратега", %
ОГК-1	Интер РАО	71,24
ОГК-2	Газпром	84
ОГК-3	Норникель	83
ОГК-4	Е.ON	78,31
ОГК-5	Enel	56,43
ОГК-6	Газпром	51

Как говорилось выше, действия стратегических инвесторов во много определяли цены размещения выделяемых компаний. Так, ОГК-3, ОГК-5, ОГК-4, не имевшие стратегического инвестора до начала размещения, каждая в свое время поставили ценовые рекорды размещений (исходя из соотношения Enterprise Value/установленная мощность генерирующих станций (кВт)) – 598 долл./кВт, 699 долл./кВт и 751 кВт соответственно. Размещение дополнительной эмиссий 14,4% акций ОГК-5 привлекло в бюджет 498 млн. долларов, что, по словам А. Чубайса, было больше, чем «бюджетные инвестиции в энергетику за последние 10 лет»⁶⁵.

Отдельно необходимо рассмотреть размещения Мосэнерго (ТГК-3), ТГК-1, которые также прошли на высоких ценовых уровнях, несмотря на то,

⁶⁴ На основе годовых отчетов компаний по состоянию на 31.12.2010.

⁶⁵ Терехов Д. СПО в тепловой генерации: перспективы // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – 42 стр.

что к моменту размещения у них уже были стратегические инвесторы. Их особенностью стало то, что государство неформально причислило активы данных компаний к числу стратегических (ТГК-1 действует на территории Санкт – Петербурга, а «Мосэнерго» оперирует в Москве), их покупка была доверена Газпрому. В случае с «Мосэнерго» это было естественно, поскольку Газпрому уже принадлежало 25% акций результате обмена активов с РАО «ЕЭС». А вот в случае с ТГК-1 РАО «ЕЭС» пришлось долго уговаривать финскую энергетическую компанию Fortum, чтобы она отказалась от планов выкупить дополнительную эмиссию генерирующей компании, которую она (Fortum) до этого считала для себя стратегической инвестицией. Таким образом, наличие потенциальных конкурентов, а также широкая база бытовых и промышленных потребителей стали основными причинами, ввиду которых Газпром выкупил размещения ТГК-1 и Мосэнерго с минимальной премией к рынку⁶⁶.

Южная Генерирующая Компания (ТГК-8), стратегическим инвестором которой являлся ЛУКОЙЛ, обладала активами среднего качества, но, несмотря на это, ЛУКОЙЛ выкупил дополнительную эмиссию и государственную долю с аукциона с 20% премией к рынку, что являлось следствием очевидного эффекта синергии, в связи с интеграцией электроэнергетического бизнеса Южной ГК и газодобывающего бизнеса ЛУКОЙЛа⁶⁷.

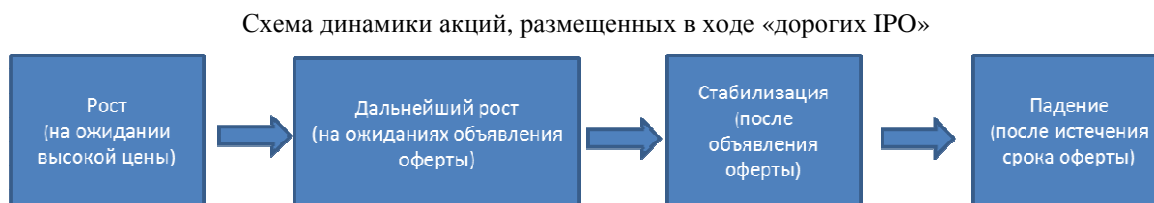
Продажи дополнительных эмиссий вышеперечисленных компаний (ОГК-3, ОГК-4, ОГК-5, ТГК-1, Мосэнерго, ТГК-8) автор относит к категории «дорогих», т.к. они прошли с премией к рынку и на уровне, близком к справедливой стоимости этих активов. Кроме того, во всех генерирующих компаниях, выкупив стратегическую долю, мажоритарный акционер объявил оферту другим акционерам по максимальной цене – цене размещения

⁶⁶ Терехов Д. SPO в тепловой генерации: перспективы // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – 42 стр.

⁶⁷ Там же, стр. 43.

дополнительной эмиссии. Поэтому динамика акций этих компаний менялась в соответствии со следующей схемой:

Схема 1.



Опираясь на схему, можно заметить, что дорогие размещения дали спекулятивным инвесторам возможность заработать. Наиболее эффективной тактикой являлась покупка акций до начала размещения с последующей продажей после объявления оферты.

Размещения другой группы генерирующих компаний прошли по совершенно иному сценарию. Бумаги ОГК-2, ОГК-6, ТГК-5, ТГК-9 и Кузбассэнерго разместились хоть и с небольшой премией к рынку, но существенно ниже того уровня, который они могли бы занять, если бы не позиция инвестора, который у этих компаний на тот момент уже имелся.

В ОГК-2, ОГК-6, ТГК-9 Газпром фактически получил контрольные пакеты в результате обмена активов между миноритариями РАО «ЕЭС» и государством и поэтому не считал нужным платить высокую цену за дополнительную эмиссию. В тоже время желающих стать миноритарными акционерами в подконтрольных Газпрому компаниях так и не нашлось, что отрицательно сказалось на цене размещения данных генерирующих компаний⁶⁸.

Для компаний ТГК-5 и ТГК-9 исторически стратегическим инвестором являлся КЭС – Холдинг, который входил в акционерный капитал компаний до начала приватизационных процессов. Умело пользуясь неблагоприятной конъюнктурой на финансовых рынках, отсутствием конкуренции и, что немало важно, сильным административным ресурсом, КЭС-Холдинг сумел договориться с РАО «ЕЭС» о довольно низких ценах продажи акций

⁶⁸ Терехов Д. SPO в тепловой генерации: перспективы // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – 43 стр.

дополнительных эмиссий, в результате чего размещения данных компаний прошли по нижним границам ценового порога⁶⁹.

В случае с Кузбассэнерго (ТГК-12), как и с ОГК-6, стратегическим инвестором являлась Сибирская угольная энергетическая компания (СУЭК), которая входила в акционерный капитал данных компаний еще до начала размещений. Таким образом, СУЭК не стала выкупать весь объем дополнительной эмиссии Кузбассэнерго, а лишь воспользовалась преимущественным правом, выкупив 44% от объема размещения. Остальной объем дополнительной эмиссии (56%) выкупили портфельные инвесторы. На сегодняшний день это уникальный случай для энергетических IPO, когда портфельные инвесторы наряду со стратегическими участвовали в размещении дополнительной эмиссии. Портфельные инвесторы, исходя из предположения, что стратегический инвестор (СУЭК) не станет выкупать контрольную долю с премией к рынку, ориентировались на нижний ценовой порог размещения, по которому СУЭК в итоге и выкупил необходимую для контроля долю, что и сформировало низкую цену размещения акций Кузбассэнерго⁷⁰.

В ходе «дешевых» публичных размещений (ОГК-2, ОГК-6, ТГК-5, ТГК-9 и Кузбассэнерго) акции размещаемых эмитентов вели себя совершенно иначе, чем в ходе «дорогих». Это опять же было обусловлено действиями стратегических инвесторов, которые были заинтересованы лишь в консолидации контроля над генерирующими компаниями. Более того, инвестиции в эти бумаги в течение ближайшего двух лет в основном приносили убытки.

Как видно из Приложения 4, почти все размещения за исключением размещений ОГК-2 и ОГК-3 прошли по «установленной стоимости». Как говорилось ранее, размещения акций выделяемых компаний проходили совместно с продажей государственных долей на аукционах, таким образом,

⁶⁹ Терехов Д. IPO в тепловой генерации: перспективы // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – 43 стр.

⁷⁰ Там же.

стратегический инвестор, победивший на аукционе по продаже государственной доли, в дальнейшем совместно с компанией – эмитентом определял цену размещения дополнительной эмиссии и выкупал ее по оговоренной ранее цене.

Особенности размещений ОГК-2 и ОГК-3 опять же заключались в действиях инвесторов. Размещение ОГК-2 проходило одним из первых по времени среди размещений оптовых генерирующих компаний, по этой причине портфельные инвесторы не знали каким образом ориентироваться на действия стратегического инвестора – Газпрома. Как говорилось ранее, Газпром получил блокирующий пакет в ОГК-2 в результате обмена активов с РАО «ЕЭС». Таким образом, Газпрому было целесообразно консолидировать контрольный пакет, а не скупать весь объем дополнительной эмиссии. Портфельные инвесторы исходили из допущения, что Газпром выкупит большую часть дополнительной эмиссии по крайне низкой цене, и направили заявки на покупку акций ОГК-2 также по низкой цене. В результате данных действий цена размещения, сформированная на базе офферт инвесторов, не устроила РАО «ЕЭС», и государственная монополия была вынуждена разместить лишь часть от планируемого объема эмиссии⁷¹.

В случае с размещением ОГК-3 сложилась иная ситуация. На момент формирования книги заявок у ОГК-3 не было ярко выраженного стратегического инвестора, по этой причине вокруг активов данной компании сложилась острая конкурентная борьба среди потенциальных инвесторов, в результате которой победил Норильский Никель, предложивший высшую цену за весь объем дополнительной эмиссии. Таким образом, ОГК-3 смогла привлечь почти в два раза больше средств для реализации инвестиционной программы, чем изначально было запланировано (было привлечено 82 млрд. р. при плане 42 млрд. р.)⁷².

⁷¹ <http://www.finmarket.ru/z/nws/interview.asp?id=794466&rid=1>

⁷² Годовой отчет ОАО «ОГК-3» за 2007г.

В дальнейшем топ-менеджмент РАО «ЕЭС» и потенциальные инвесторы почти во всех случаях смогли согласовать как объем эмиссий размещаемых компаний, так и цену выкупа, о чем говорит ранее приведенная таблица, что и привело к размещению большинства генерирующих компаний «в одни руки».

Роль аукционов в процессе реструктуризации РАО «ЕЭС» заключалась в обеспечении непредвзятого процесса продажи «государственных» пакетов акций размещаемых компаний. Несмотря на то, что продажу всех генерирующих компаний можно было осуществить через механизм IPO, государство предпочло аукционную форму, т.к. данная форма подразумевала продажу всего пакета акций и по наивысшей цене на условиях, которые оно устанавливало. Для примера, автор считает нужным заметить, что до того момента, как итальянская энергетическая компания Enel победила на аукционе по продаже 25% + 1 акции ОГК-5, ни одна иностранная компания прежде не побеждала на аукционах по приватизации энергетических активов Российской Федерации⁷³. Кроме того, аукционная форма, как говорилось ранее, позволяет устанавливать требования к потенциальным инвесторам, обеспечивая тем самым стратегическое развитие компаний, что и предполагала реформа РАО «ЕЭС».

Действия стратегических инвесторов в ходе продажи государственных пакетов акций выделяемых компаний во многом определяли успешность проведения аукционов. Отсутствие стратегического инвестора в капитале компании, доля государственного участия которой продавалась на аукционе, чаще всего подразумевало под собой острую конкурентную борьбу за продаваемый пакет. Например, в 2007г. итальянская компания Enel стала победителем аукциона по продаже 25,03% акций ОАО «ОГК-5», предложив 39,2 млрд. рублей. Предложенная сумма оказалась выше первоначальной на 59%. Стартовая цена аукциона была установлена в размере 24,658 млрд. рублей. По мнению экспертов, уплаченная Enel премия за блокирующий

⁷³ На основе годового отчета Энел ОГК-5 за 2007 г.

пакет ОГК-5 могла бы соответствовать контрольному пакету⁷⁴. Сумма, полученная от продажи блокирующего пакета ОГК-5, была сопоставима с размером средств необходимых для финансирования инвестиционной программы ОАО «ФСК», иными словами, был установлен абсолютный ценовой рекорд.

Аналогичная ситуация сложилась в ходе проведения аукциона по продаже 47,4% уставного капитала ОАО «ОГК-4», в результате которого победителем стал немецкий концерн E.ON, предложивший самую высокую цену – 3,35 рублей за акцию, что соответствует 753 долл./кВт мощности. Таким образом, стоимость 1 кВт мощности, уплаченная немецким концерном, предполагала 40% премию к средней оценке ОГК/ТГК (средняя цена по тепловой генерации была установлена на уровне 519 долл./кВт мощности).

Аукционы по продаже государственных долей в компаниях, в акционерные капиталы которых стратегические инвесторы входили до начала размещений/продажи, проходили немного по иному сценарию. В таких случаях стратегический инвестор почти всегда сумел договориться с РАО «ЕЭС» и менеджментом выделяемой компании о цене будущей продажи, как в рамках аукциона, так и в рамках размещения⁷⁵. Нередко в таких случаях размещения дополнительных эмиссий и аукционы совмещались по времени и месту организации. Примером такого совмещенного размещения и аукциона является выделение ТГК-1. Как говорилось ранее, продажа ТГК-1 была доверена Газпрому, ввиду того, что ТГК-1 является стратегическим активом для Российской Федерации. Усилиями РАО «ЕЭС» финский энергетический концерн Fortum отказался от участия в аукционе по продаже ТГК-1, а Газпром выкупил государственный пакет и дополнительную эмиссию ТГК-1, предложив 0,035 рублей за акцию,

⁷⁴ <http://top.rbc.ru/economics/06/06/2007/105759.shtml>

⁷⁵ Бирг С. Реформа электроэнергетики – позитив для рынка акций энергокомпаний // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – стр. 38.

что соответствует цене 675 долл./кВт мощности⁷⁶. Таким образом, цена, по которой был выкуплен государственный пакет ТГК-1, подразумевала минимальную премию к рынку. Здесь необходимо заметить, что цена 0,035 рублей за акцию была установлена Советом Директоров ТГК-1 как цена, по которой акции ТГК-1 рекомендовались к продаже⁷⁷. Иными словами, цена, по которой был продан государственный пакет ТГК-1, являлась «договорной» ценой Газпрома, РАО «ЕЭС» и ТГК-1.

Как говорилось ранее, процессы продажи «государственных» пакетов акций и процессы размещения дополнительных эмиссий выделяемых компаний во многих случаях совмещались. Таким образом, в рамках продажи «государственного» пакета акций определялся стратегический инвестор, который побеждал на аукционных торгах, а затем выкупал либо весь пакет дополнительной эмиссии, либо ее большую часть.

Автор осмелился заметить, что именно аукционная форма продажи «государственных» пакетов стала своего рода гарантией того, что иностранные инвесторы смогли позднее консолидировать контроль над приобретаемыми предприятиями в виду того, что так сложились правила игры на рынке размещений и продаж выделяемых предприятий.

Общим итогом продажи государственных долей на аукционах, а также размещений дополнительных эмиссий выделяемых компаний стала полная приватизация сектора генерации электроэнергии, в рамках которой было привлечено свыше 600 млрд. рублей в бюджет Российской Федерации в предкризисные годы⁷⁸. Более того, генерирующие компании смогли привлечь стратегических инвесторов, что подразумевает под собой новые передовые технологии и профессиональные кадры, что, в свою очередь, сказалось на развитии всего сектора электроэнергетики.

⁷⁶ Терехов Д. SPO в тепловой генерации: перспективы // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – 43 стр.

⁷⁷ Решение Совета Директоров ТГК-1.

⁷⁸ Бирг С. Реформа электроэнергетики – позитив для рынка акций энергокомпаний // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – стр. 38

Подводя итог анализа рассмотренных размещений и аукционов, можно сказать следующее:

- Размещение проходило по высокому ценовому уровню (исходя из мультипликатора EV/установленная мощность) и позитивно влияло на котировки акций соответствующей генерирующей компании, если в результате выкупа дополнительной эмиссии и покупки государственного пакета стратегический инвестор имел возможность консолидировать контрольный пакет, а по завершении размещения объявлял оферту миноритариям. Не всегда, но качество той или иной генерирующей компании также влияло на цену размещения;

- Отсутствие у выделяемых компаний стратегических инвесторов в акционерном капитале до начала размещения акций обеспечивало успех размещения в виду наличия ценовой конкуренции на активы данной компании;

- Размещение проходило по низким ценам (по EV/ установленная мощность) и негативно влияло на акции соответствующей генерирующей компании, если до начала размещения у генерирующей компании уже был стратегический инвестор, а также, если размещаемый пакет был небольшим и не позволял получить контроль над компанией;

- Целью аукционов в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС» являлось привлечение стратегического инвестора в капитал компании до начала размещения, т.к. именно аукционная форма продажи бизнеса обеспечивала высокий уровень ценовой конкуренции продаваемых активов, а победа в аукционе гарантировало стратегическому инвестору возможность консолидировать контроль над компанией;

- Аналогично размещениям успех аукционов во многом зависел от отсутствия/наличия стратегических инвесторов в акционерном капитале продаваемой компании;

Глава 3. Применение рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в современных условиях развития рыночной экономики и фондового рынка.

3.1. Преимущества и использование рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий.

Использование рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий направлено на достижение конкретных целей:

- формирование целевой структуры реструктуризируемой отрасли (создание новых компаний исходя из условий реструктуризации);
- приватизация созданных или существующих предприятий;
- финансирование операционной деятельности создаваемых компаний и их программ развития;
- либерализация отдельных секторов экономики (создание конкурентных условий);
- другие цели.

Анализ российского и зарубежного опыта реструктуризации естественных монополий показал, что в зависимости от поставленных в ходе реструктуризации целей, а также от структуры акционерного капитала выделяемых компаний могут применяться различные инструменты реструктуризации. Кроме того, на выбор определенного инструмента может повлиять ситуация, сложившаяся в реструктуризируемой отрасли и на фондовом рынке.

Применение конверсии как инструмента реструктуризации естественных монополий чаще всего обусловлено:

- наличием большого количества акционеров в структуре акционерного капитала компаний, выделяемых из состава монополии;

- необходимостью учета мнений, как мажоритарных акционеров, так и миноритарных, при принятии решения о формировании новых компаний на базе уже существующих;
- необходимостью формировать целевую структуру отрасли на базе действующих в отрасли компаний в случае, если текущая структура не отвечает требованиям реструктуризации (вертикально-интегрированная монополия);
- невозможностью применения иных инструментов реструктуризации.

Немаловажным преимуществом конверсии является возможность формировать фактически любую структуру акционерного капитала выделяемой из монополии компании, исходя из установленных общим собранием акционеров коэффициентов конвертации.

Аукционная форма реструктуризации естественных монополий применяется в случаях, если:

- осуществляется приватизация активов, выделяемых из состава естественной монополии;
- выделяемые из состава монополии компании необходимо продать по максимально возможной цене среди относительно ограниченного количества инвесторов;
- государство в лице естественного монополиста является единственным или мажоритарным акционером выделяемых предприятий, т.е., если нет необходимости учета мнения иных акционеров;
- нет необходимости прибегать к более сложным инструментам реструктуризации (IPO, конверсия);

IPO, как инструмент реструктуризации естественной монополии, применяется в следующих случаях:

- если в структуру акционерного капитала выделяемой из естественной монополии компании необходимо привлечь максимальное количество инвесторов, в том числе физических лиц и иностранных инвесторов;
- если имеется необходимость в привлечении максимально возможного количества денежных средств для финансирования операционной деятельности компании и ее программы развития;
- если выделяемые из состава монополии компании обладают активами высокого качества и на них имеется высокий спрос со стороны инвесторов;

Использование конкретного инструмента реструктуризации естественной монополии в каждом отдельном случае требует тщательного анализа хозяйственной деятельности выделяемого предприятия, а также комплексного анализа отрасли, экономического состояния страны и текущей ситуации на фондовом рынке. В целом, можно заметить, что комбинированное использование отдельных инструментов реструктуризации естественных монополий позволяет решать широкий спектр задач, поставленных в ходе реструктуризации монополии.

3.2. Перспективы использования рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в современных условиях.

Вопрос о реструктуризации естественных монополий весьма актуален, т.к. крупные отрасли российской экономики (нефтяная, газовая, железнодорожная и др.) монополизированы подконтрольными государству компаниями.

Самыми большими естественными монополиями экономики Российской Федерации на данный момент являются ОАО «Газпром» и ОАО «РЖД». Компании ОАО «Совкомфлот», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «Русгидро» (ранее ОАО «ГидроОГК») представляют собой менее крупные естественные монополии, но, тем не менее, данные компании обладают большим количеством активов на всей территории Российской Федерации.

С точки зрения актуальности, а также применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий интерес для данной работы составляет деятельность компаний ОАО «РЖД» и ОАО «Газпром».

3.2.1. Перспективы применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в рамках реструктуризации ОАО «Газпром».

ОАО «Газпром» является глобальной энергетической компанией, основными направлениями деятельности которой являются: геологоразведка, добыча, транспортировка, хранение, переработка и реализация газа, газового конденсата и нефти, а также производство, сбыт тепловой и электрической энергии.

«Газпром» располагает самыми богатыми в мире запасами природного газа. Доля российской газовой монополии в мировых запасах газа составляет

18%, а в российских – 70%. На Газпром приходится 15% мировой и 78% российской добычи газа. Компании принадлежит крупнейшая в мире газотранспортная сеть – Единая система газоснабжения России, протяженность которой превышает 161 тыс. км. На внутреннем рынке «Газпром» реализует свыше половины продаваемого газа. Кроме того, компания поставляет газ в 30 стран ближнего и дальнего зарубежья.

«Газпром» входит в пятерку крупнейших производителей нефти в РФ, а также является крупнейшим владельцем генерирующих активов на ее территории, суммарная установленная мощность которых составляет 17% от общей установленной мощности российской энергосистемы⁷⁹.

Идея реструктуризации «Газпрома» обсуждается достаточно давно. Впервые ее начали обсуждать в конце 90-х годов по настоянию МВФ. Несколько лет на разделении газовой монополии безуспешно настаивало Минэкономразвития. Тем не менее, эксперты уверены, что рано или поздно к этой идее власти вернуться.

В конце 90-х годов МВФ выдвигал идею разделения «Газпрома» на добывающую и транспортную составляющие как условие предоставления кредитов. В начале 2000г. информация о том, что «Газпром» и РАО «ЕЭС России» поделят на несколько компаний, стала активно обсуждаться в государственных органах. Руководитель газовой монополии тех времен - Рэм Вяхирев говорил, что концерн может быть разделен на газодобывающие предприятия и экспортные подразделения, которые останутся в «Газпроме», а транспортные, сервисные службы должны быть выведены из состава акционерного общества и проданы⁸⁰.

В середине 2001г. о плане реформирования «Газпрома» объявил премьер-министр Михаил Касьянов. Он подписал среднесрочную программу социально-экономического развития России, согласно которой финансовое и организационное разделение «Газпрома» на транспорт и добычу должно

⁷⁹ <http://www.gazprom.ru/about/>

⁸⁰ <http://www.rbcdaily.ru/2011/01/11/tek/562949979523628>

было состояться до конца 2004 года. После этого в Минэкономразвития была создана рабочая группа, которая подготовила концепцию реформы газовой отрасли, где говорилось о реструктуризации государственного концерна.

В 2003г. глава Минэкономразвития Герман Греф уверенно заявлял, что добыча и транспортировка газа холдинга будут разделены. По его словам, монополия, в том числе и на трубный бизнес, не дает стимулировать конкурентный сектор, хотя у него очень большой потенциал. Однако уже новый председатель правления «Газпрома» Алексей Миллер выступал категорически против разделения монополии. Не поддержало Министерство и Правительство Российской Федерации. В 2006г. замглавы Минэкономразвития Кирилл Андросов заметил, что процесс реструктуризации «Газпрома» окончательно остановился⁸¹.

О том, что монополию неплохо было бы разделить, напомнила в 2007г. Еврокомиссия, которая разработала так называемый Третий энергетический пакет, предполагающий, что компании — продавцы газа и электричества не должны владеть транспортными сетями, так как это приводит к искусственному взвинчиванию цен. Так, еврокомиссар по вопросам энергетики Андрис Пиебалгс пытался убедить Россию в привлекательности идеи реструктуризации «Газпрома». «Новые европейские компании, которые станут владельцами магистральных сетей, смогут расширить территорию поставок продукции «Газпрома» вплоть до Испании. Это значит, что холдинг сможет расширить объемы своих поставок», — пояснял еврокомиссар⁸². РАО «ЕЭС России» прекратило свое существование в 2008г., разделившись на отдельные компании, но «Газпром» по-прежнему неприкосновенен.

Однако многие эксперты сходятся во мнении, что к идее реструктуризации газового холдинга рано или поздно вернуться⁸³. Разделение «Газпрома» целесообразно с учетом уже решенной либерализации внутреннего газового рынка. В итоге внутренние цены на газ станут

⁸¹ <http://www.rbcdaily.ru/2011/01/11/tek/562949979523628>

⁸² Там же.

⁸³ <http://www.bigpowernews.ru/news/document39302.phtml>

рыночными, и, конечно, необходимо создавать серьезную конкуренцию концерну на рынке. В таком случае российские потребители смогут рассчитывать на цену газа ниже, чем на аналогичную цену, но в долгосрочных контрактах для зарубежных клиентов.

Кроме того, в России независимые производители газа сегодня не могут существенно нарастить добычу голубого топлива из-за проблем с доступом к Единой системе газоснабжения (ЕСГ), которой сейчас монопольно владеет «Газпром». По итогам 2009г. независимые производители писали в отчетности, что снижение добычи связано с уменьшением закупок газа «Газпромом»⁸⁴. Получается, что монопольное владение ГТС создает препятствие для увеличения добычи газа в стране. С другой стороны, независимые производители не могут сами выбирать покупателей газа, тем более, если это касается зарубежных потребителей.

Поскольку монопольное владение трубопроводной системой становится тормозом для развития газовой отрасли, то вполне логично выделить ЕСГ из состава «Газпрома» и сделать ее более прозрачной, а также доступной для всех производителей газа. Выделение трубопровода позволит потребителям находить оптимальных поставщиков газа. При этом демонополизация «Газпрома» будет способствовать продвижению компании на мировые рынки, что сделает ее более конкурентоспособной.

Возможно, выходом из ситуации стало бы создание отдельной от «Газпрома» монополии по примеру «Транснефти», которая не занимается собственной нефтедобычей и, соответственно, в принципе не имеет конфликта интересов. Сегодня в составе «Газпрома» числится 17 дочерних обществ (со 100-процентным участием «Газпрома»), основной вид деятельности которых — транспорт газа. При этом они не являются владельцами собственно газопроводов, находящихся на балансе у «Газпрома»⁸⁵.

⁸⁴ <http://www.rbcdaily.ru/2011/01/11/tek/562949979523628>

⁸⁵ На основе годового отчета за 2011 год.

Учитывая существенные затраты «Газпрома» на многочисленные газопроводы, газотранспортный сегмент в обозримом будущем может стать убыточным, и монополии будет выгодно его выделить, переложив таким образом убытки на государство. Транспорт газа станет государственным на 100%, а добыча останется частично или полностью в частных руках, то есть будет примерно та же ситуация, которая есть сейчас в нефтяном секторе.

Тем не менее, вертикальная интеграция — особенность не только «Газпрома». Это основа энергетического бизнеса во всем мире. Она обеспечивает компаниям высокую надежность работы, необходимый масштаб производства и мощный потенциал развития. Среди таких компаний — лидеры энергетического рынка ExxonMobil, ConocoPhillips, Chevron, Statoil. Вертикальная интеграция — это единый центр принятия решений, единая стратегия развития, возможность создавать дополнительную стоимость на всех звеньях цепочки от скважины до конечного потребителя. «Газпром» в полной мере использует преимущества вертикальной интеграции. Компания реализует общую для всех элементов газового бизнеса стратегию развития, обеспечивает баланс развития добычных и транспортных мощностей в соответствии с приоритетными бизнес-задачами. Возможность управлять бизнесом из единого центра позволяет «Газпрому» осуществлять маневры финансовыми и материально-техническими ресурсами.

В связи со всем вышесказанным автор считает, что реструктуризацию ОАО «Газпром» необходимо проводить по аналогии с реструктуризацией итальянской энергетической компании Enel. Как говорилось во второй главе, деятельность Enel была разделена между несколькими дочерними компаниями исходя из вида оказываемых услуг, которые затем вошли в единую холдинговую структуру – Enel Group. Непрофильные активы Enel были проданы сторонним инвесторам, а сама компания была выведена на IPO, в результате которого государство стало владельцем порядка 30% акции Enel, а остальные акции были распределены среди частных инвесторов.

В ходе реструктуризации Газпрома автор предлагает выделить из состава газового монополиста следующие дочерние компании:

«Газпром добыча» - дочерняя структура, которая объединит в себе газодобывающие активы («Газпром добыча Астрахань», «Газпром добыча Иркутск», «Газпром добыча Краснодар» и др.);

«Газпром трансгаз» - дочерняя структура, которая объединит в себе газотранспортные компании («Газпром трансгаз Казань», «Газпром трансгаз Краснодар» и др.);

«Газпром нефть» - дочернее подразделение, которое объединит в себе нефтяные активы монополии («Газпром нефть», «Газпром нефть шельф», «Газпром нефть Новый Порт» и др.)

«Газпром энергохолдинг» - дочерняя структура, которая будет включать в себя энергетические активы (ОГК-2, «Мосэнерго», ТГК-1 и др.);

«Инфраструктурное подразделение» (ремонтные, обслуживающие, диспетчерские, научно-исследовательские, геологоразведочное и иные подразделения); - дочерняя структура, которая будет включать в себя инфраструктурные компании

«Газпром Экспорт» (экспортное подразделение) - дочерняя структура, которая будет включать в себя компании, ориентированные на экспорт («Газпром экспо», «Газпром экспорт»);

«Непрофильные активы» - дочерняя структура, которая будет включать в себя непрофильные активы компании («Газпром телеком», «Газпром связь»).

В дальнейшем дочерние структуры автор считает нужным объединить в рамках единой холдинговой структуры – ГК «Газпром», что обеспечит реализацию преимуществ вертикально-интегрированной компании.

В целях обеспечения конкуренции в отраслях, представляющих стратегическую значимость для государства (добыча газа, энергетические и нефтяные активы), предлагается разукрупнить компании, которые оперируют в данных секторах, но с сохранением блокирующего пакета данных

компаний в собственности государства. Как говорилось ранее, сектор добычи газа может быть полностью либо частично приватизирован. Сохранение блокирующих пакетов в собственности государства позволит последнему остаться важным игроком на нефтегазовых рынках Российской Федерации и зарубежья.

Автор считает, что оптимальным сценарием для реализации программы по разукрупнению газодобывающего, энергетического и нефтяного секторов может стать продажа части активов Газпрома прямым конкурентам, как внутренним (Роснефть, Новатэк), так и внешним (ExxonMobil, Chevron), с последующим публичным размещением на биржах выделенных компаний («Газпром нефть», «Газпром Добыча», «Газпром энергохолдинг»). Например, в рамках реструктуризации добывающего сектора Газпрома часть компаний, входящих в дивизион добычи («Газпром добыча Кузнецк», «Газпром добыча Ноябрь» и др.), могут быть проданы конкурентам на инвестиционных аукционах еще до начала консолидации дивизиона добычи в единую структуру – «Газпром добыча», что позволит сформировать сопоставимых по размерам конкурентов. В дальнейшем автор считает нужным провести публичное размещение акций компании «Газпром добыча», в рамках которого может быть реализовано до 75% компании. В результате осуществления данных действий предполагается, что произойдет либерализация сектора добычи газа, а на рынке сохранится игрок, в акционерный капитал которого будет входить государство для сохранения стратегического присутствия в данном секторе. По данной схеме предлагается реструктуризировать не только добывающий сектор Газпрома, но и энергетический и нефтяной.

В секторах, в которых в соответствии с российским законодательством деятельность может осуществлять государственная компания (экспорт энергоресурсов), предлагается создать единую компанию, подконтрольную государству. Автор считает нужным напомнить, что в электроэнергетике функции экспортера электрической энергии выполняет холдинговая

компания ОАО «Интер РАО ЕЭС», в которой государству принадлежит свыше 60% акционерного капитала. Аналогично «Интер РАО ЕЭС» в секторе экспорта газа может оперировать компания «Газпром Экспорт», контрольный пакет которой будет принадлежать государственным структурам, в частности, ГК «Газпром». Миноритарная доля данной компании (от 25 до 49%) может быть реализована на инвестиционных аукционах или путем публичного размещения.

Непрофильные активы Газпрома могут быть реализованы на аукционах сторонним инвесторам, как это было сделано при реструктуризации итальянской компании Enel. Так, такие компании, как «Газпром телеком», «Газпром связь» могут быть проданы профильным компаниям.

Сектор транспортировки газа, который, как говорилось ранее, является потенциально убыточным, может быть консолидирован в рамках единой подконтрольной государству структуры – «Газпром трансгаз». Компании, которые на данный момент являются дочерними компаниями Газпрома («Газпром трансгаз Санкт – Петербург», «Газпром трансгаз Москва» и др.) могут быть присоединены к компании «Газпром трансгаз» путем конверсии акций данных компаний в дополнительную эмиссию акций «Газпром трансгаз» с последующей ликвидацией транспортных компаний либо контрольные пакеты акций данных компаний могут быть переданы в собственность «Газпром трансгаз» при ее образовании, что сделает дивизион «Газпром трансгаз» контролирующим акционером транспортных компаний без их ликвидации. Последний сценарий имеет место в российской электроэнергетике, так, компания ОАО «Холдинг МРСК» является контролирующим акционером межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК). Фактически «Холдинг МРСК» не осуществляет операционной деятельности, а единственным источником доходов холдинга являются дивиденды, выплачиваемые подконтрольными компаниями. «Холдинг МРСК» создавался как временная надстройка, которая должна была управлять деятельностью распределительных сетевых компаний до

момента их приватизации. По причине высокой волатильности российского международных рынков капитала распределительные компании не были приватизированы, а «Холдинг МРСК» просуществовал до нынешнего момента времени. Тем не менее, Правительство Российской Федерации приняло решение о ликвидации «Холдинга МРСК», как излишней надстройки, путем передачи функции управления распределительными сетями компании ОАО «ФСК ЕЭС». В тоже время, как говорилось ранее, транспортные компании потенциально убыточны, что означает низкий спрос на данные активы в случае их приватизации. Таким образом, автор пришел к мнению, что консолидация транспортных предприятий в единую компанию («Газпром трансгаз») является наиболее эффективным путем развития сектора транспортировки газа.

Инфраструктурное подразделение Газпрома, по мнению автора, может включать в себя геологоразведочные, научно-исследовательские, обслуживающие, финансовые и другие компании. Автор считает, что организационная форма, в рамках которой возможно будет существовать инфраструктурное подразделение (холдинговая компания или единая инфраструктурная компания) не повлияет значительно ни на отрасль, ни фондовый рынок по причине низкого спроса со стороны инвесторов на активы данного типа. Кроме того, инфраструктурные компании чаще всего остаются в собственности государства, т.к. они должны обеспечивать оптимальное функционирование всей отрасли вне зависимости от желаний какого – то конкретного игрока (по аналогии с Системным Оператором Единой Энергетической Системы в электроэнергетическом комплексе). Таким образом, инфраструктурное подразделение может существовать и как холдинговая компания, владеющая контрольными пакетами акций в дочерних компаниях, и как инфраструктурный монополист, в состав которого входят инфраструктурные департаменты, ранее представлявшие собой компании, ликвидированные при реструктуризации всего комплекса.

Как говорилось ранее, данное инфраструктурное подразделение должно остаться в государственной собственности.

Генеральная схема реструктуризации ОАО «Газпром» включает в себя два уровня:

- 1) Создание дочерних компаний исходя из их рода деятельности («Газпром трансгаз», «Газпром добыча» и др.). Как и в случае реструктуризации РАО «ЕЭС», данные компании могут быть выделены из состава ОАО «Газпром» путем использования механизма конверсии акций.
- 2) Реализация пакетов акций выделяемых компаний путем проведения инвестиционных аукционов либо путем публичного размещения.

Данная схема реструктуризации естественных монополий применялась в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС». Тем не менее, реструктуризация энергогиганта привела к его ликвидации. В рамках возможной реструктуризации ОАО «Газпром» автор не считает необходимым полностью ликвидировать естественного монополиста, т.к. международный опыт реструктуризации естественных монополий (на примере Enel, British Telecom) показывает, что экс-монополисты способны эффективно функционировать в новых условиях. Кроме того, владея блокирующими пакетами в таких компаниях, государство продолжает выступать в роли стратегического игрока какой – то конкретной отрасли, что важно для газовой отрасли.

В рамках анализа гипотетической реструктуризации ОАО «Газпром» автор провел исследование финансового состояния монополии исходя из сегментов бизнеса.

Далее представлена таблица темпов роста основных финансовых показателей бизнеса ОАО «Газпром» в разрезе сегментов бизнеса: Добыча газа, Транспортировка газа, Поставка газа, Хранение газа, Добыча нефти и газового конденсата, Переработка, Производство энергии, Все прочие сегменты. Данная сегментация не совсем соответствует предложенной

автором схеме реструктуризации ОАО «Газпром», тем не менее, она позволяет судить о перспективах развития отдельных видов бизнеса монополии. Информационной базой для построения прогноза стали данные из годовой отчетности ОАО «Газпром», терминала Bloomberg и департамента Investment Relations компании. Далее представлены консолидированные параметры по рассматриваемым сегментам:

Результаты деятельности сегментов бизнеса ОАО «Газпром» за 2008-2011 гг. (млн. руб.)⁸⁶.

Показатель	Выручка по сегментам				Финансовый результат по сегментам			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Добыча газа	302 525	305 829	340 918	388 537	34 262	42 145	45 102	31 001
Транспортировка газа	631 735	551 536	651 483	790 629	27 040	16 902	37 309	72 496
Поставка газа	2 202 889	2 092 946	2 367 366	3 046 082	842 767	524 195	715 260	1 084 551
Хранение газа	21 371	20 308	25 823	29 658	3 785	4 303	3 860	4 351
Добыча нефти и газового конденсата	393 235	364 473	446 507	553 734	73 402	79 531	77 064	116 997
Переработка	661 418	547 350	717 607	979 981	172 130	48 994	84 901	122 811
Производство энергии	138 335	198 954	295 436	349 028	-41 060	15 315	28 753	54 449
Все прочие сегменты	171 622	146 615	174 962	224 101	11 679	-9 194	-4 928	-16 556

Продолжение таблицы

Показатель	Активы по сегментам				Капитальные вложения			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Добыча газа	1 163 367	1 438 222	1 466 058	1 725 762	220 213	218 921	215 236	246 635
Транспортировка газа	3 354 775	3 323 087	4 000 952	4 972 244	227 485	231 723	407 751	740 910
Поставка газа	779 763	874 339	1 048 594	1 223 035	34 701	27 185	37 758	48 802
Хранение газа	119 285	122 069	169 146	206 126	8 224	9 549	17 355	19 978
Добыча нефти и газового конденсата	1 187 681	1 122 449	1 094 309	1 272 339	84 548	84 749	95 289	79 102
Переработка	375 161	746 270	819 440	1 086 188	49 553	41 557	78 712	115 642
Производство энергии	353 920	464 916	487 046	560 182	37 976	26 139	46 239	69 447
Все прочие сегменты	404 537	546 008	643 132	472 028	27 319	20 959	22 153	31 074

Также автор провел расчет значений рентабельности чистой прибыли и рентабельности капитальных вложений (инвестиций) за соответствующий период:

⁸⁶ На основе годовой отчетности компании за 2010 год.

Показатели рентабельности сегментов бизнеса ОАО «Газпром» за 2007 – 2011 гг.⁸⁷.

Показатель	Рентабельность чистой прибыли (%)				Рентабельность капитальных вложений (%)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Добыча газа	11%	14%	13%	8%	73%	72%	63%	63%
Транспортировка газа	4%	3%	6%	9%	36%	42%	63%	94%
Поставка газа	38%	25%	30%	36%	2%	1%	2%	2%
Хранение газа	18%	21%	15%	15%	38%	47%	67%	67%
Добыча нефти и газового конденсата	19%	22%	17%	21%	22%	23%	21%	14%
Переработка	26%	9%	12%	13%	7%	8%	11%	12%
Производство энергии	-30%	8%	10%	16%	27%	13%	16%	20%
Все прочие сегменты	7%	-6%	-3%	-7%	16%	14%	13%	14%

Следующим шагом стал расчет прогнозных значений темпов роста указанных показателей по сегментам бизнеса ОАО «Газпром» на ближайшие три года (2012 -2014 гг.):

Темпы роста выручки по сегментам (%)

Показатель	Выручка по сегментам					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча газа	1%	11%	14%	22%	26%	33%
Транспортировка газа	-13%	18%	21%	44%	55%	74%
Поставка газа	-5%	13%	29%	41%	52%	63%
Хранение газа	-5%	27%	15%	30%	26%	36%
Добыча нефти и газового конденсата	-7%	23%	24%	31%	26%	32%
Переработка	-17%	31%	37%	47%	39%	48%
Производство энергии	44%	48%	18%	29%	31%	32%
Все прочие сегменты	-15%	19%	28%	17%	22%	18%

Темпы роста финансовых результатов сегментам (%)

Показатель	Финансовый результат по сегментам					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча газа	23%	7%	-31%	5%	-8%	11%
Транспортировка газа	-37%	121%	94%	49%	88%	51%

⁸⁷ Средний темп роста показателя за предыдущие три года (2009 – 2011 гг.) умножался на прогнозный темп роста показателя на конкретную дату в будущем. Прогнозные темпы роста были получены от специалистов IR службы ОАО «Газпром».

Поставка газа	-38%	36%	52%	11%	33%	12%
Хранение газа	14%	-10%	13%	6%	3%	4%
Добыча нефти и газового конденсата	8%	-3%	52%	20%	23%	21%
Переработка	-72%	73%	45%	16%	45%	29%
Производство энергии	-137%	88%	89%	14%	64%	44%
Все прочие сегменты	-179%	-46%	236%	4%	65%	68%

Темпы роста активов по сегментам (%)

Показатель	Активы по сегментам					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча газа	24%	2%	18%	9%	16%	12%
Транспортировка газа	-1%	20%	24%	19%	23%	21%
Поставка газа	12%	20%	17%	17%	17%	17%
Хранение газа	2%	39%	22%	26%	26%	25%
Добыча нефти и газового конденсата	-5%	-3%	16%	3%	8%	8%
Переработка	99%	10%	33%	46%	31%	38%
Производство энергии	31%	5%	15%	17%	13%	15%
Все прочие сегменты	35%	18%	-27%	8%	-1%	-6%

Прогнозные темпы роста капитальных вложений по сегментам (%)

Показатель	Капитальные вложения					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча газа	-1%	-2%	15%	19%	32%	39%
Транспортировка газа	2%	76%	82%	91%	96%	102%
Поставка газа	-22%	39%	29%	42%	41%	49%
Хранение газа	16%	82%	15%	57%	68%	90%
Добыча нефти и газового конденсата	0%	12%	-17%	5%	8%	19%
Переработка	-16%	89%	47%	47%	70%	66%
Производство энергии	-31%	77%	50%	39%	62%	60%
Все прочие сегменты	-23%	6%	40%	10%	17%	25%

Аналогичным образом был произведен расчет темпов роста рентабельности чистой прибыли:

Прогнозные темпы роста рентабельности чистой прибыли (%)

Показатель	Рентабельность чистой прибыли					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча газа	14%	13%	8%	6%	2%	-1%
Транспортировка газа	3%	6%	9%	11%	14%	16%
Поставка газа	25%	30%	36%	39%	44%	48%

Хранение газа	21%	15%	15%	11%	11%	8%
Добыча нефти и газового конденсата	22%	17%	21%	18%	18%	16%
Переработка	9%	12%	13%	12%	12%	11%
Производство энергии	8%	10%	16%	12%	11%	9%
Все прочие сегменты	-6%	-3%	-7%	-6%	-4%	-3%

Также был произведен расчет темпов роста рентабельности капитальных вложений (инвестиций):

Темпы роста рентабельности капитальных вложений (%)

Показатель	Рентабельность капитальных вложений					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча газа	72%	63%	63%	58%	56%	52%
Транспортировка газа	42%	63%	94%	95%	96%	97%
Поставка газа	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Хранение газа	47%	67%	67%	73%	72%	75%
Добыча нефти и газового конденсата	23%	21%	14%	16%	17%	17%
Переработка	8%	11%	12%	11%	11%	11%
Производство энергии	13%	16%	20%	18%	18%	17%
Все прочие сегменты	14%	13%	14%	14%	13%	13%

Итогом данного исследования стал расчет средних прогнозных показателей рентабельности чистой прибыли и рентабельности капитальных вложений на период 2012 – 2014 годов:

Средние темпы роста прогнозных значений в 2012-2014 гг.

Показатель	Рентабельность чистой прибыли	Рентабельность капитальных вложений
Добыча газа	2%	55%
Транспортировка газа	14%	96%
Поставка газа	43%	2%
Хранение газа	10%	71%
Добыча нефти и газового конденсата	17%	17%
Переработка	12%	11%
Производство энергии	11%	18%
Все прочие сегменты	-5%	13%

Таким образом, автор получил довольно неоднозначные результаты. Рентабельность чистой прибыли сегмента добычи газа в ближайшие три года в соответствии с прогнозом составит всего 2%, что объясняется наличием большого количества месторождений газа на стадии разработки, а не добычи. В тоже время рентабельность капитальных вложений сегмента добычи примерно равна 55%, что обусловлено экстенсивным характером развития газовой отрасли, т.е. рост обеспечивается за счет разработки новых месторождений. Иными словами, увеличение объема капитальных вложений в сегменте добычи потенциально может привести к значительному росту рентабельности вложенных средств⁸⁸.

В сегменте транспортировки газа наблюдается рост рентабельности чистой прибыли с 9% в 2011 году до 14% в 2014 году, что является следствием ввода новых транспортных направлений («Северный поток»). В соответствии с официальным мнением ОАО «Газпром», ввод новых транспортных направлений, приведет к повышению доходности данного сегмента бизнеса монополии. Указанная причина также объясняет рост рентабельности капитальных вложений в сектор транспортировки газа (с 94% в 2011 году до 96% в 2014 году)⁸⁹.

Наличие таких крупных функционирующих международных проектов, как «Северный поток» позволит увеличить рентабельность чистой прибыли сегмента поставки газа (экспорта) с 36% в 2011 году до 46% в 2014 году (по мнению ОАО «Газпром»). Также значительный рост рентабельности чистой прибыли в сегменте поставки газа определяется стабильным внутренним спросом на газ и активной газификацией удаленных областей и районов с изолированными энергетическими системами⁹⁰.

Средние темпы роста рентабельности капитальных вложений в сегменте поставки газа остаются стабильно низкими (2% в 2011 году и 2% в 2014 году) по причине того, что значительное количество средств уже было

⁸⁸ По данным IR службы ОАО «Газпром».

⁸⁹ Там же.

⁹⁰ По данным годового отчета компании за 2010 год.

вложено в финансирование строительства международных проектов («Сахалин-2»)⁹¹.

Средние темпы роста рентабельности капитальных вложений, как и рентабельность чистой прибыли, сегмента добычи нефти составляют 17%, что обусловлено стабильно высокими ценами на нефть и отсутствием у ОАО «Газпром» стимулов к улучшению материальной базы данного сегмента.

Средние темпы роста рентабельности чистой прибыли, как и рентабельности капитальных вложений, сегмента переработки остаются стабильными и составляют примерно 11-12%. Данный факт объясняется тем, что загрузочные мощности сегмента переработки газовых и нефтяных продуктов являются неизменными на протяжении последних 3 лет (по причине монопольного положения ОАО «Газпром» на газовом рынке). Кроме того, сегмент переработки структурно является инфраструктурным подразделением, что подразумевает низкий маржинальный доход данного вида бизнеса⁹².

В сегменте производства электрической энергии наблюдается падение средних темпов роста рентабельности чистой прибыли, что во многом обусловлено необходимостью либерализации политики формирования тарифов на электрическую энергию в целом на всей территории Российской Федерации (по причине вступления в ВТО). Аналогичная тенденция наблюдается при анализе средних прогнозных темпов роста рентабельности капитальных вложений (снижение с 20% в 2011 году до 17% в 2014 году)⁹³.

Сектор «Все прочие сегменты» остается стабильно убыточным, т.к. включает в себя обслуживающие предприятия. Средние темпы роста рентабельности капитальных вложений также остаются стабильными (14% в 2011 году и 13% в 2012 году).

Полученные результаты в целом укладываются в сценарий реструктуризации ОАО «Газпром», предложенный автором. Так, сегмент

⁹¹ По данным ИР службы ОАО «Газпром».

⁹² Там же.

⁹³ Там же.

добычи газа потенциально в ближайшие три года будет испытывать дефицит денежных средств по причине низкой рентабельности чистой прибыли, в тоже время капитальные вложения в сегменте добычи газа потенциально могут окупиться (прогнозный рост доходности капитальных вложений составляет 55%). Таким образом, привлечение финансовых средств в целях модернизации деятельности сегмента добычи может быть обеспечено путем проведения полной и/или частичной приватизация гипотетической компании «Газпром добыча».

Аналогичные меры могут быть осуществлены и в отношении «Газпром нефть», т.к. имеющиеся данные говорят о постепенном падении рентабельности чистой прибыли данного сегмента (с 21% в 2011 году до 16% в 2014 году), а рентабельность капитальных вложений остается в ближайшей перспективе почти неизменной – 17 – 18%.

Опираясь на полученные данные, можно заметить, что сегмент производства энергии постепенно стагнирует: рентабельность чистой прибыли сокращается с 16% в 2011 году до 9% в 2014 год, а рентабельность капитальных вложений с 20% до 17%. Таким образом, автор предполагает, что для нормального функционирования сегмента производства энергии в обозримом будущем будут необходимы дополнительные финансовые средства. Кроме того, вступление в ВТО обязует Правительство Российской Федерацию провести действия по либерализации российского рынка электроэнергии, что, в свою очередь, подразумевает разукрупнение монополистической структуры ОАО «Газпром», в том числе и в области электроэнергии.

Динамика рентабельности чистой прибыли сегмента поставки (экспорта газа) имеет восходящий тренд по причине высокого спроса на энергоресурсы в странах Западной Европы (рост с 36% в 2011 году до 48% в 2014 году). Тем не менее, Правительство Российской Федерации, скорей всего, не пойдет по пути либерализации рынков экспорта энергоресурсов. По крайней мере, на данный момент автор не имеет каких – либо сведений о

демонополизации компаний по экспорту энергоресурсов, например, ОАО «Интер РАО ЕЭС». Таким образом, автор предполагает, что в случае выделения из состава ОАО «Газпром» компании «Газпром экспорт», данная компания останется в собственности государства (по причине высокой маржинальности бизнеса).

Сегмент хранения газа, как и сегмент переработки газа, имеет отрицательную динамику рентабельности чистой прибыли. Данные подразделения, как говорилось ранее, относятся к инфраструктурному блоку ОАО «Газпром» и, скорее всего, останутся в собственности в государства и после возможной реструктуризации монополии, опять же по причине низкой маржинальности.

Все прочие сегменты включают в себя как непрофильные активы, так и поддерживающие подразделения. Как говорилось ранее, целью данных компаний не является генерация экономической прибыли. В случае реструктуризации ОАО «Газпром» непрофильные активы будут проданы, а поддерживающие компании останутся в собственности монополии.

В результате завершения всех процессов реструктуризации ОАО «Газпром» автор считает, что должна быть образована холдинговая компания – Группа Компаний «Газпром», которая будет включать в себя следующие компании:

- «Газпром добыча», в которой ГК «Газпром» будет принадлежать от 25% до 49% акционерного капитала, остальные акции данной компании будут проданы путем публичного размещения;
- «Газпром трансгаз», в которой ГК «Газпром» будет принадлежать до 100% акций данной компании по причине потенциальной убыточности транспортных компаний;
- «Газпром нефть», в которой ГК «Газпром» будет принадлежать от 25% до 49% акционерного капитала, остальные акции будут проданы путем публичного размещения либо путем проведения инвестиционного аукциона;

- «Газпром энергохолдинг», в которой ГК «Газпром» будет принадлежать от 25% до 49% акционерного капитала, остальные акции будут проданы на инвестиционном аукционе либо путем публичного размещения;
- «Инфраструктурное подразделение», в которой ГК «Газпром» будет принадлежать 100% акционерного капитала по причине стратегической значимости с точки зрения управления отраслью;
- «Газпром Экспорт», в котором ГК «Газпром» будет принадлежать от 51% до 100% акционерного капитала. Часть акций данной компании может быть размещена на фондовой бирже путем публичного размещения.

Таким образом, автор считает, что реструктуризация, проведенная по выше предложенному сценарию, приведет к формированию нового конкурентного рынка – добычи газа, на котором ГК «Газпром» будет оперировать как один из игроков через свое дочернее подразделение. Компания «Газпром энергохолдинг» также станет одним из игроков рынка электроэнергетики, но с прицелом на удовлетворение потребностей в электрической энергии предприятий ГК «Газпром». Сектор транспортировки газа, а также экспортное и инфраструктурное подразделения ОАО «Газпром» останутся в собственности государства в лице ГК «Газпром», по причине их стратегической, социальной значимости и потенциальной убыточности.

Исходя из зарубежного опыта реструктуризации естественных монополий грамотные действия Правительства Российской Федерации в сфере привлечения стратегических инвесторов в реструктуризируемые отрасли, а также высокие цены на энергоресурсы и массивная маркетинговая кампания, направленная на участие в размещении реструктуризируемых компаний широких масс, может привести к весьма успешному публичному размещению. Тем не менее, не стоит забывать, что описанный выше сценарий не является единственным правильным, а является лишь одним из возможных. Данный сценарий применения рыночных инструментов

реструктуризации естественных монополий является отражением личного мнения автора.

3.2.2. Перспективы применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий в рамках реструктуризации ОАО «РЖД».

ОАО "Российские железные дороги" (ОАО «РЖД») входит в число крупнейших транспортных компаний мира и является одним из самых крупных предприятий в России. Компания принадлежит государству с момента ее создания в 2003 году. ОАО "РЖД" оказывает полный спектр услуг в таких сферах как грузовые перевозки, предоставление услуг локомотивной тяги и инфраструктуры; ремонт подвижного состава; пассажирские перевозки; контейнерные перевозки, логистические, инжиниринговые услуги; научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы; а также прочие виды деятельности.

В управлении ОАО «РЖД» находится третья в мире по протяженности железнодорожная сеть, которая насчитывает 85 тыс. км. железнодорожного полотна. Кроме того, компания является лидером железнодорожного рынка в сегментах грузовых и пассажирских железнодорожных перевозок, занимая третье место в мире по грузообороту и четвертое по пассажирообороту. Компания является ведущим российским владельцем, оператором и лизингодателем грузового подвижного состава, насчитывающего более 519 тыс. единиц техники. ОАО «РЖД» полностью находится в государственной собственности и пользуется государственной поддержкой ⁹⁴.

Старт реструктуризации железнодорожной монополии был дан еще в начале 2000-х годов, когда Правительство Российской Федерации пришло к пониманию необходимости кардинальных изменений в железнодорожной

⁹⁴ http://ir.rzd.ru/static/public/ir?STRUCTURE_ID=62

отрасли. В 2001г. Правительством Российской Федерации была утверждена Программа структурной реформы на железнодорожном транспорте⁹⁵.

В рамках первого этапа структурной реформы (2001-2003 гг.) произошло разделение на железнодорожном транспорте функций государственного регулирования и хозяйственного управления в результате создания в 2003г. на базе Министерства путей сообщения ОАО «РЖД», к которой полностью перешли функции хозяйственного управления на железнодорожном транспорте. Данная мера позволила создать эффективный механизм государственного регулирования, стимулирующий развитие конкуренции в области грузовых и пассажирских перевозок и в неосновных видах деятельности.

Разработка законодательных и иных нормативных документов, необходимых для реализации Программы структурной реформы на железнодорожном транспорте, стала второй целью первого этапа, которая была успешно реализована. По окончании первого этапа были подготовлены следующие документы: ФЗ «О железнодорожном транспорте в Российской Федерации», ФЗ «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О естественных монополиях»» и др⁹⁶.

В рамках второго этапа структурной реформы (2003-2005 гг.) Советом Директоров ОАО «РЖД» были приняты решения о создании 27 дочерних обществ, исходя из их вида деятельности:

- производство и капитальный ремонт путевой техники;
- производство средств железнодорожной автоматики и телемеханики;
- контейнерные грузовые перевозки;
- пригородные пассажирские перевозки;
- научно–исследовательские и проектно–изыскательские работы;
- и другие.

⁹⁵ http://doc.rzd.ru/doc/public/doc?STRUCTURE_ID=704&layer_id=5104&refererLayerId=5103&id=3996

⁹⁶ http://rzd.ru/static/public/rzd?STRUCTURE_ID=1315

Также в ходе второго этапа были упорядочены функции федеральных органов исполнительной власти, осуществляющие государственное регулирование в области транспорта. Так, функции государственного регулирования железнодорожного транспорта были закреплены за Министерством транспорта Российской Федерации⁹⁷.

Итогами третьего этапа структурной реформы (2006-2010 гг.) стало⁹⁸:

- формирование конкурентного рынка оперирования грузовыми вагонами путем создания дочерних общесетевых («Первая грузовая компания», «Вторая грузовая компания») и специализированных («Трансконтейнер», «Рефсервис», «Русская Тройка», «РейлТрансАвто») операторских компаний и полного вывода из ОАО «РЖД» парка грузовых вагонов посредством его передачи в капитал дочерних операторов и продажи иным собственникам подвижного состава;
- создание Федеральной пассажирской компании, осуществляющей перевозки в России и в сообщении с зарубежными странами;
- завершение основных работ по созданию пригородных пассажирских компаний (по состоянию на 2010г. было создано 22 компании);
- осуществление мероприятий по продаже акций дочерних обществ ОАО «РЖД», в том числе: 45% акций ОАО «Трансконтейнер», 50% акций ОАО «Росжелдорпроект», 50% акций ОАО «Элтеза»
- создание Целевой модели рынка грузовых железнодорожных перевозок на период до 2015 года.

На текущем этапе реформирования (2011 г. – настоящее время) началась поэтапная реализация Целевой модели рынка грузовых

⁹⁷ http://rzd.ru/static/public/rzd?STRUCTURE_ID=1316

⁹⁸ http://rzd.ru/static/public/rzd?STRUCTURE_ID=1349

железнодорожных перевозок до 2015 года⁹⁹. Кроме того, было завершено формирование уставного капитала ОАО «Вторая грузовая компания» в целях обеспечения условий для развития конкурентного рынка в сфере оперирования грузовыми вагонами.

Текущий этап структурной реформы также ознаменовался продажей пакетов акций отдельных дочерних обществ ОАО «РЖД», в том числе контрольного пакета акций (75% - 2 акции) ОАО «Первая грузовая компания», а также завершением процесса создания пригородных пассажирских компаний (по состоянию на 2011 г. создано 27 компаний)¹⁰⁰.

По мнению автора, на данный момент ОАО «РЖД» завершила основные мероприятия по построению целевой структуры железнодорожной отрасли. Тем не менее, в составе компании находится большое количество дочерних компаний, которые в перспективе планируется приватизировать, что дает возможность для применения рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий.

В соответствии с Целевой моделью рынка грузовых перевозок до 2015 года в составе ОАО «РЖД» должны остаться только активы, относящиеся непосредственно к железнодорожным путям и их инфраструктурному обслуживанию. Это позволяет продать на аукционных торгах 27 пригородные пассажирские компании. Автор считает, что аукционная форма выделения пригородных пассажирских компаний из состава ОАО «РЖД» более уместна по следующим причинам:

- малые размеры данных компаний позволяют осуществить их выделение без проведения специальных мер по подготовке к продаже (проведения тщательной процедуры due diligence и др.), т.е. путем аукционных торгов;

⁹⁹ http://rzd.ru/static/public/rzd?STRUCTURE_ID=5092

¹⁰⁰ http://rzd.ru/static/public/rzd?STRUCTURE_ID=5132

- в железнодорожной отрасли уже имеется опыт выделения компании из состава ОАО «РЖД» путем продажи на аукционе (продажа 75% акций ОАО «Первая грузовая компания»);
- аукционные торги позволяют дорого продать большой пакет акций с одной попытки, что создает благоприятные возможности для продажи пассажирских компания по причине потенциально активной конкурентной борьбы за выделяемые активы среди потенциальных стратегических инвесторов (Globaltrans, United Cargo Logistic Holding).

Целевая модель рынка грузовых перевозок до 2015 года также предусматривает формирование полностью конкурентного рынка оперирования грузовыми вагонами, в том числе создание 3-4 компаний, оперирующих в общесетевом масштабе (без учета ОАО «Вторая грузовая компания»). Создание данных компаний подразумевает под собой их последующую приватизацию (по аналогии с продажей ОАО «Первая грузовая компания»), которая может быть осуществлена как путем проведения аукционных торгов, так и путем публичного размещения акций грузовых операторов.

Решение о продаже 75% акций ОАО «Первая грузовая компания» на аукционных торгах компании ОАО «Независимая транспортная компания» во многом основывалось на плохой динамике фондового рынка Российской Федерации (напомним, что аукцион по продаже ОАО «ПГК» был проведен в октябре 2011г.). В случае, если в будущем ситуация на финансовых рынках стабилизируется, то вариант с выделением грузовых операторов (включая ОАО «Вторая грузовая компания») путем публичного размещения их акций, видится автору вполне приемлемым. Данная точка зрения опять же объясняется наличием потенциальных стратегических инвесторов в отрасли, высоким текущим спросом на данные активы (продажа 75% акций «ПГК» привлекло 125 млрд. рублей, что стало крупнейшей приватизационной

сделкой в рамках разгосударствления российской железнодорожной отрасли).

Одним из пунктов Целевой модели рынка грузовых перевозок до 2015 года, который автор считает нужным осветить, является создание условий для формирования конкуренции в перевозочном бизнесе и появления независимых от ОАО "РЖД" перевозчиков, которые будут работать на ограниченных, специально выделенных маршрутах сети общего пользования. Создание независимых перевозчиков, как и в случае с грузовыми операторами, подразумевает их дальнейшую приватизацию.

В данном случае автор не может однозначно утверждать о том, какой инструмент реструктуризации естественной монополии будет более приемлем. Это вызвано тем, что на текущий момент из состава ОАО «РЖД» не выделялись пассажирские перевозочные компании. Вполне вероятно, что положительный эффект от выделения перевозочных компаний может быть достигнут, как при публичных размещениях, так и при аукционных торгах.

Возможные реструктуризации ОАО «РЖД» и ОАО «Газпром» несут большие перспективы по использованию рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий. Гипотетически существует большое количество возможных сценариев использования рыночных инструментов реструктуризации в ходе реорганизации каждой из монополии. Несмотря на то, что реструктуризация ОАО «РЖД» находится на завершающем этапе, а ОАО «Газпром», фактически, является полноправным монополистом на рынке газовых услуг, автор считает, что процессы реструктуризации обеих компаний будут иметь место в ближайшие годы.

Заключение.

В результате проведенного научного исследования можно сделать следующие выводы:

- В долгосрочной перспективе естественные монополии уступают конкурентным рынкам, как по финансово–экономической и операционной эффективности деятельности, так и по уровню информационно–технологического развития;
- Наиболее частое применение рыночных инструментов реструктуризации естественных монополий осуществляется в ходе приватизации компаний, выделяемых в ходе реструктуризации отрасли. Сам процесс приватизации рассматривается как этап реструктуризации монополии;
- Самыми популярными инструментами реструктуризации естественных монополий являются: публичные размещения (IPO, SPO и др.), аукционы, конверсия акций. Использование какого-то определенного инструмента обуславливается целями реструктуризации монополии, а также преимуществами использования каждого конкретного инструмента.
- Механизм конверсии акций обычно применяется в случае, если имеется сложная структура акционерного капитала и необходимо учесть мнения всех акционеров.
- Аукционы используются в тех случаях, когда государство является мажоритарным акционером монополии, имеется ограниченный круг потенциальных покупателей, необходимо привлечь максимальный объем средств;
- Применение публичных размещений основывается на необходимости привлечения в акционерный капитал выделяемых в ходе реструктуризации предприятий максимального количества

инвесторов, в том числе иностранных и физических лиц, а также в случае, если в ходе реструктуризации ставится задача по привлечению максимального объема средств для финансирования текущей деятельности выделяемых предприятий и их программ развития;

- Зарубежный опыт реструктуризации естественных монополий стран Италии, Великобритании подтверждает предположение о том, что конкурентные рынки работают эффективнее, чем монопольные. Кроме того, даже в случае полной либерализации экс-монопольного рынка в руках государства остаются механизмы воздействия на отрасль;

- Последовательные и грамотные действия государственных органов по реструктуризации естественных монополий (формирование спроса со стороны стратегических инвесторов и широких масс, а также активная маркетинговая политика) привели к успешным публичным размещениям предприятий, выделяемых в ходе реструктуризации. Так, публичные размещения Enel Group и British Gas поставили абсолютные рекорды по объемам привлекаемых средств и количеству привлеченных инвесторов;

- Не всегда необходима полная ликвидация естественной монополии. Как показывает зарубежный опыт, компании-преемники монопольной структуры успешно развиваются на конкурентных рынках, акции таких компаний являются голубыми фишками фондовых рынков;

- Механизм конверсии акций, который применялся на первом уровне реструктуризации РАО «ЕЭС», являлся инструментом по формированию целевой структуры энергетической отрасли, которая закладывалась Правительством Российской Федерации и менеджментом РАО «ЕЭС»;

- Аукционы и публичные размещения акций компаний, выделяемых из РАО «ЕЭС» на втором уровне реструктуризации, стали инструментами привлечения стратегических инвесторов и капитала в деятельность данных компаний. Так, в рамках аукционной формы продажи выделяемых предприятий стратегические инвесторы входили в акционерный капитал, а в ходе публичных размещения акций таких предприятий формировались средства для финансирования их деятельности.

- Важную роль в реструктуризации РАО «ЕЭС» сыграли стратегические инвесторы, которые стали главными катализаторами консолидации отрасли, а также поддержали энергетическую отрасль в период кризиса 2008-2009 годов;

- Публичные размещения акций, выделяемых компаний, как и аукционы по продаже государственных долей, проходили в зависимости от наличия или отсутствия стратегического инвестора. Если стратег отсутствовал, то за выделяемые активы разворачивалась острая конкурентная борьба;

- В текущий период развития экономики Российской Федерации самыми крупными естественными монополиями являются ОАО «РЖД» и ОАО «Газпром». Автор предлагает конкретные действия по реструктуризации данных компаний, суть которых заключается в выделении из монополий компании, которые способны работать эффективно и генерировать прибыль. Такие компании предлагается продать либо на аукционах, либо путем проведения публичного размещения. Сами монополии должны быть преобразованы в холдинговые компании, которые будут включать в себя дочерние компании исходя из видов деятельности. Монополии вправе оставить в своей собственности блокирующие пакеты в дочерних компаниях. Потенциально убыточные компании предлагается оставить в полной государственной собственности.

Аналогично автор предлагает поступить и со стратегически важными компаниями.

- По окончании процессов реструктуризации данных монополий автор предлагает провести публичные размещения. Реструктуризации, проводимые по такому сценарию имели место в зарубежной практике, что дает основания предполагать, что реструктуризации ОАО «РЖД» и ОАО «Газпром» будут потенциально успешными.

Список литературы

1. Нормативные документы

1. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об Акционерных обществах».
2. Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
3. Программа структурной реформы на железнодорожном транспорте от 18 мая 2001 года.
4. Федеральный закон от 10 января 2003 года № 17-ФЗ «О железнодорожном транспорте в Российской Федерации».
5. Целевая модель рынка грузовых перевозок до 2015 года.
6. Концепция Стратегии ОАО РАО «ЕЭС России» на 2003 -2008 годы.

II. Учебники и монографии

7. Белых, Л.П. Реструктуризация предприятия: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / Л.П. Белых. – 2-е изд., доп. и перераб. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2007. – 511 с.
8. Грязнова А.Г., Юданов А.Ю. Микроэкономика: практический подход (Managerial Economics): учебник / коллектив авторов; под. ред. А.Г. Грязновой и А.Ю. Юданов. – 6-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011.– 672 с.
9. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: В 2 т. Т. II: Пер. 16-го англ. изд. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 514 с.
10. Грязнова А.Г., Юданов А.Ю. Микроэкономика. Теория и российская практика: учебник / кол. авторов; под. ред. А.Г. Грязновой и А.Ю. Юданов. – 8-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2008. – 624 с.
11. Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 352 с.

12. Туkenov A.A. Рынок электроэнергии: от монополии к конкуренции. – М.: Энергоатомиздат, 2009.– 416 с.
13. Лукашов А.В. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / Андрей Лукашов, Андрей Могин. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.– 361 с.
14. Тихомиров М.Ю. Комментарий к Федеральному закону «Об Акционерных обществах» в новой редакции. Второе издание, с изменениями и дополнениями / Под общ. Ред. М.Ю. Тихомирова. – М.: Изд. Тихомирова М.Ю., 2009. – 572 с.
15. Ионцев М.Г. Акционерные общества. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Ось-89, 2009. – 544 с.
16. Эргюев Д.С. Макроэкономический анализ хода и возможных последствий реформирования естественных монополий: на примере ОАО РАО «ЕЭС России»: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.05. Москва 2007 год. Российская государственная библиотека.

III. Периодические издания

17. Трипотень Е. Реорганизация РАО «ЕЭС»: ретроспектива и взгляд в будущее // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – стр. 20 – 24.
18. Бирг С. Реформа электроэнергетики – позитив для рынка акций энергокомпаний // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – стр. 38 – 42.
19. Терехов Д. СПО в тепловой генерации: перспективы // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – стр. 42 – 46.
20. Василенко П. Магистральная реформа // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 4 – стр.55-57.
21. Габов А. Особенности размещения акций в ходе завершающего этапа реорганизации РАО «ЕЭС России» // Рынок ценных бумаг – 2008 - № 10 – стр. 52-58.
22. Алиев. А. Грузовой аукцион [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – М.: «Expert online», 2011. – Режим доступа:

<http://expert.ru/2011/09/7/gruzovoj-auktsion/>, свободный.- Загл. с экрана. – Размещ. 07.09.2011.

IV. Интернет-ресурсы

23. Сайт ОАО «Газпром» - www.gazprom.ru
24. Сайт ОАО «РЖД» - www.rzd.ru
25. Сайт газеты «Ведомости» - www.vedomosti.ru
26. Сайт ОАО РАО «ЕЭС России» - www.rao-ees.ru
27. Сайт ОАО «ТГК-1» - www.tgc1.ru
28. Сайт ОАО «Квадра» - www.quadra.ru
29. Сайт ОАО «ТГК-11» - www.tgk11.com
30. Сайт газеты РБК daily – www.rbcdaily.ru
31. Сайт ОАО «Энел ОГК-5» - www.ogk-5.ru
32. Сайт ОАО «Э.ОН Россия» - www.eon-russia.ru
33. Сайт инвестиционной компании «Финам» – www.finam.ru

V. Источники на иностранных языках

34. Сайт компании Centrica – www.centrica.com
35. Сайт British Telecom - www.btplc.com
36. Сайт Enel Group – www.enel.com
37. Pablo Arocena, Leticia Blazquez, Emili Grifell-Tatje. Assessing the consequences of restructuring reforms on firms' performance. Journal of Economic Policy Reform. Vol.14, No. 1, March 2011, 21 – 29.
38. Williams, Trevor I. A History of the British Gas Industry, Oxford University Press. 2004.
39. Tatiana Danescu, Andreea Danescu. The restructuring of the energy sector in Europe: the development and use of renewable energy resources. Economics, Management, and Financial Markets. Volume 6(2), 2011, pp. 157-163.
40. Donald D. Berg, Elizabeth Ngah-Kiing Lim. The learning how to restructure: absorptive capacity and improvisational views of restructuring

actions and performance. *Strategic Management Journal*. *Strat.Mgmt. J.*, 29: 593-616 (2008).

41. Russell Pitman, Vanessa Yanhua Zhang. Electricity restructuring in China: How competitive will generation markets be? *The Singapore Economic Review*. Vol. 55, No. 2, (2010) 377-400.

VI. Прочие источники

42. Грязнова А.Г. Финансово-кредитный энциклопедический словарь: под. ред. Грязновой А.Г. - М., "Финансы и статистика", 2004г.

43. Лапуста М.Г., Никольский П.С. Современный финансово-кредитный словарь – 2-е изд., доп. – М.: ИНФРА-М, 2002г.

Приложение

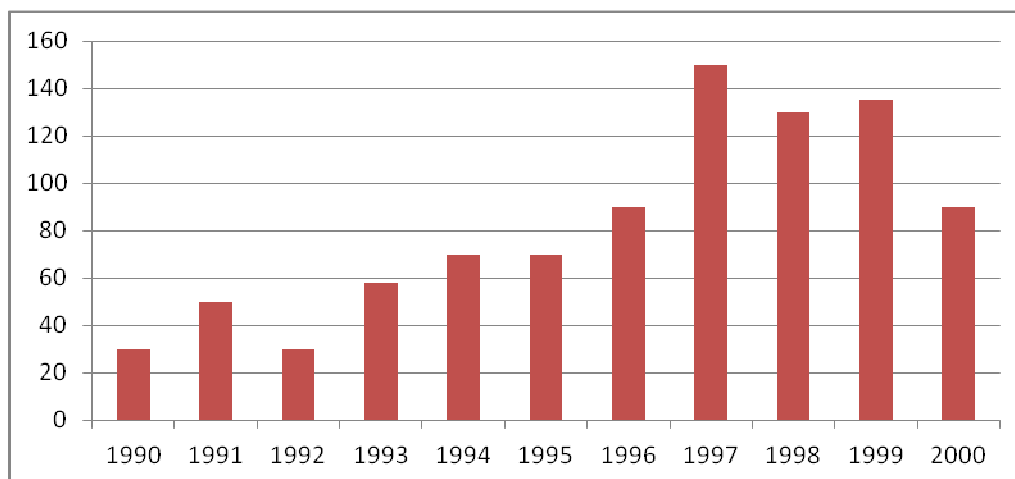
Приложение 1.

Самые крупные приватизации государственных компаний¹⁰¹

Место	Дата		Компания	Страна	Сумма сделки (млн. дол.)
	Месяц	Год			
1	Ноябрь	1999	ENEL	Италия	18 900
2	Октябрь	1998	NTT DoCoMo	Япония	18 000
3	Февраль	1897	NTT	Япония	15 097
4	Ноябрь	1996	Deutsche Telecom	Германия	13 330
5	Ноябрь	1997	Telstra	Австралия	10 530
6	Ноябрь	1990	Regional Electricity Companies	Великобритания	9 995
7	Декабрь	1989	UK Water Authorities	Великобритания	8 679
8	Декабрь	1986	British Gas	Великобритания	8 012
9	Октябрь	1993	Japan Railroad East	Япония	7 312
10	Октябрь	1997	France Telecom	Франция	7 080

Приложение 2.

Совокупная мировая выручка от приватизации в течение 1990-2000 -х годов (млрд. дол.)¹⁰²



¹⁰¹ Геддес Росс IPO и последующие размещения акций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 352 с.: ил. – стр. 27.

¹⁰² Там же. Без учета Российской Федерации.

Схема первого уровня реструктуризации PAO «ЕЭС»

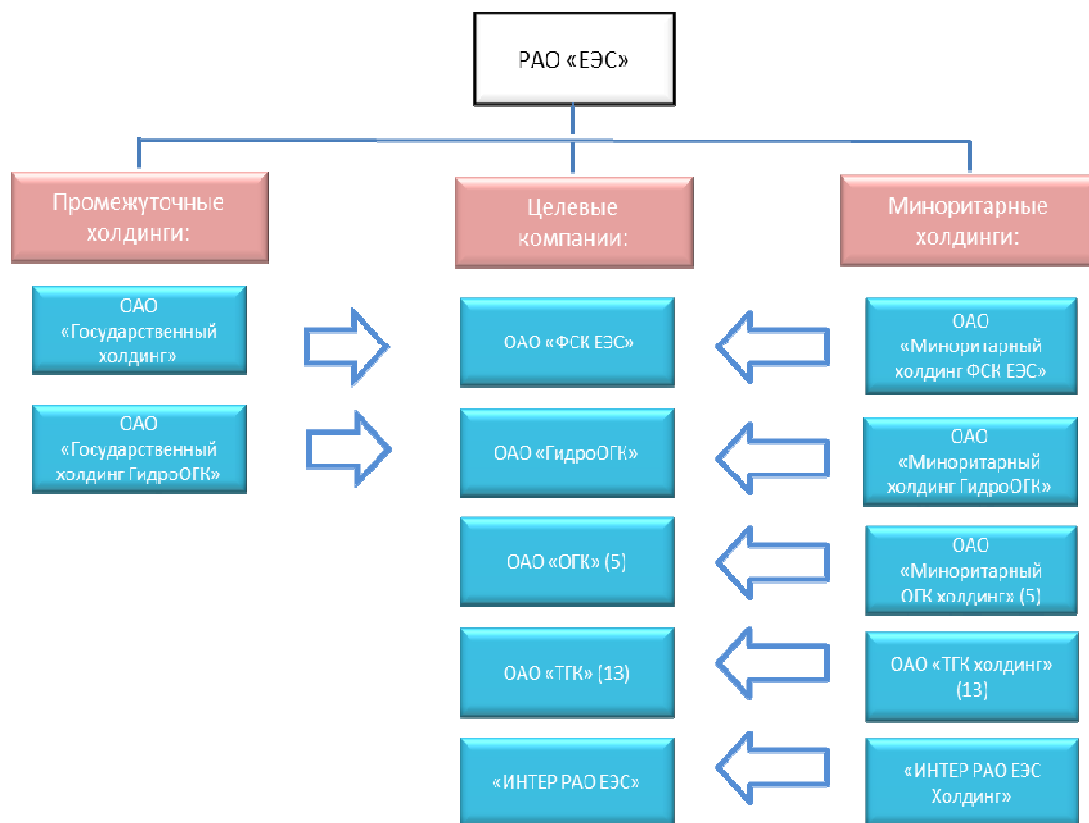


Схема выделения ТГК-4 из состава PAO «ЕЭС»



Схема выделения ТГК-11 из состава PAO «ЕЭС»

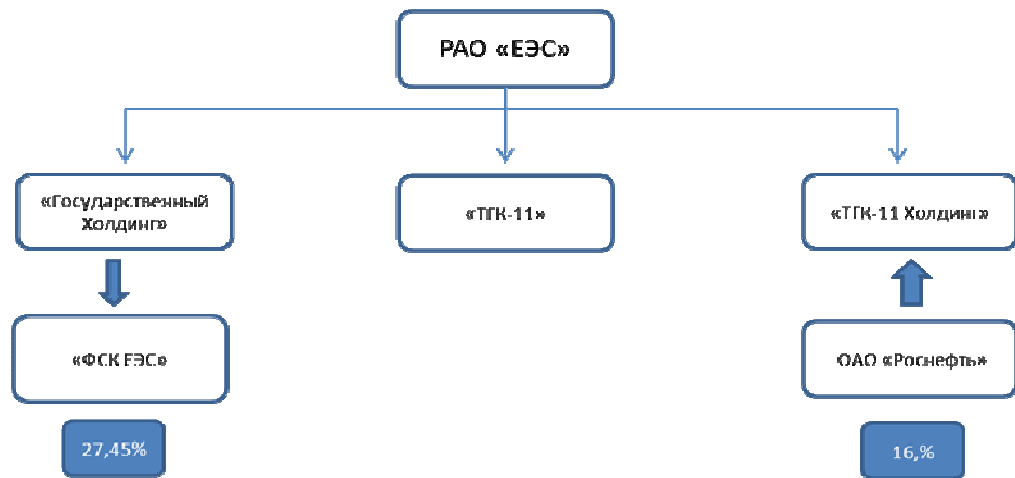


Таблица крупнейших публичных размещений в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС»¹⁰³

Компания	Объем размещения		Объем привлеченных средств (млрд. р.)		Инвесторы
	План	Размещаемая доля	План	Факт	
ОГК-2	12 000 000 000	20%	42	26,5	Газпром
ОГК-3	18 000 000 000	37,9%	48	81,7	Норильский Никель
ОГК-4	13 849 544 048	22,0%	47	47	Е.ON
ОГК-5	5 100 000 000	14,4%	13	-	Газпромбанк, Fortum, ЕБРР, Новатэк, Номос - банк,
ТГК-1	925 714 285 714	24,05%	32,4	32,4	Газпром
ТГК-3 Мосэнерго	11 500 000 000	28,93%	60,7	60,7	Газпром
ТГК-4	586 000 000 000	-	15,8	15,8	Онэксим групп
ТГК-5	329 734 150 582	26,80%	11,63	11,63	КЭС-Холдинг
ЮГК ТГК-8	685 714 285 713	40,39%	24,00	24,00	Лукойл
ТГК-7 (Волжская ТГК)	3 859 000 000	12,87%	11	11	КЭС-Холдинг
ТГК-9	3 700 000 000 000	39,2%	-	-	КЭС-Холдинг
ТГК-10	416 719 570	47,4%	46,60	46,60	Фортум
ТГК-12 (Кузбассэнерго)	100 000 000	-	7,50	7,50	СУЭК
ТГК-13	30 204 428 000	18,25%	-	-	СУЭК

¹⁰³ По данным компаний

Таблица крупнейших аукционов, проведенных в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС»¹⁰⁴

Компания	Доля	Количество акций	Стоимость (млрд.р)	Покупатель
ОГК-3	37,09%	-	23,8	Норильский Никель
ОГК-4	47,4%	29 848 010 945	100	Е.On
ОГК-5	25,03%	-	39,2	Enel
ТГК-1	37,8%	1 104 735 971 846	38,7	Газпром
ТГК-4 (Квадра)	32,0%	-	12,0	Онэксим групп
ЮГК ТГК-8	21,4%	492 756 605 505	17,2	Лукойл
ТГК-9	21,7%	1 933 000 000 000	-	КЭС
ТГК-10	29,1%	1 061 962 775	28,6	Fortum

¹⁰⁴ По данным компаний

Данная работа выполнена мною самостоятельно _____