

Стратегия

Приватизация становится основной инвестиционной темой на рынке

Правительство РФ вернулось к рассмотрению вопроса приватизации крупных государственных компаний, причем доли в ряде компаний планируется продать уже в текущем году. Сейчас правительство определяет окончательные параметры приватизации, которая станет, как мы считаем, основной инвестиционной темой российского рынка в текущем году. Инвесторы сосредоточат внимание на основных кандидатах на приватизацию, а особенно на тех из них, чьи акции уже торгуются на бирже. Это — Аэрофлот, АЛРОСА, Башнефть, Роснефть и ВТБ. Мы думаем, что первой из этих компаний могут приватизировать Башнефть, в то время как с приватизацией Роснефти в этом году могут возникнуть серьезные трудности ([подробнее об этом](#)).

В настоящее время инвесторы ждут деталей предстоящей приватизации, в результате которой государство рассчитывает привлечь в федеральный бюджет до 1 трлн руб. в текущем году. Правительство работает над утверждением финальных условий приватизации, тогда как общие критерии были озвучены 1 февраля после встречи президента РФ Владимира Путина с представителями компаний, которые являются основными кандидатами на приватизацию в 2016 г. В ходе встречи В. Путин подчеркнул, что приватизацию следует рассматривать не только как способ привлечения средств в федеральный бюджет, но, что важнее, как способ продвижения структурных экономических изменений и повышения эффективности экономики страны.

На данном этапе мы считаем, что инвестиции в акции главных кандидатов на приватизацию носят спекулятивный характер при относительной инвестиционной привлекательности, которая зависит от условий размещения госпакета. Примечательно, что котировки акций четырех из пяти основных кандидатов опережали индекс ММВБ с 1 февраля, что дает основания предполагать, что изначально спекулятивный компонент приватизации уже был учтен в котировках. Дальнейший рост бумаг будет зависеть от новостного потока, равно как от потенциальной премии к рынку и предполагаемых относительных оценок пакетов, когда (и если) конкретные сделки состоятся.

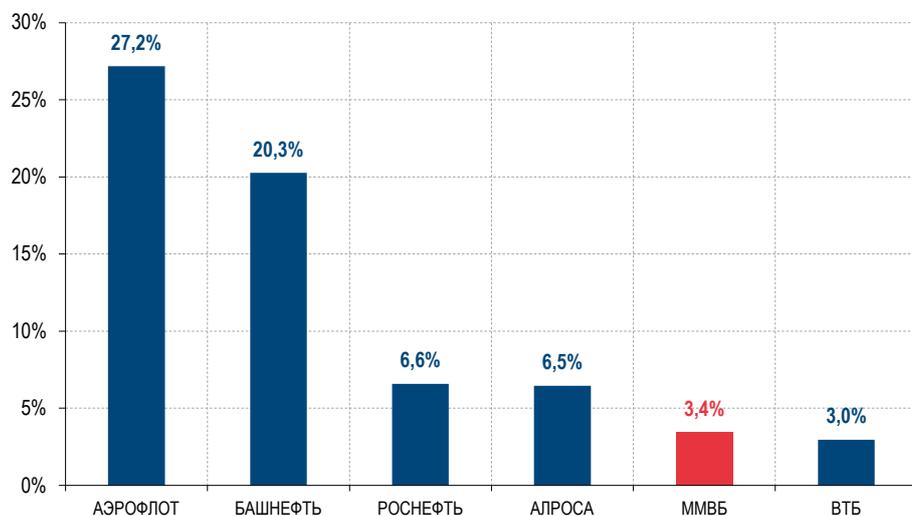
Приватизация может увеличить объем ликвидности и капитализацию российского рынка за счет расширения круга инвесторов, который заметно сократился за последние два года из-за санкций и спада экономики страны. На этом фоне ключевым фактором будет потенциальное снятие или смягчение санкций, так как в настоящее время именно они не позволяют широкому кругу инвесторов принимать участие в размещении акций и облигаций российских эмитентов. Многое будет также зависеть от формы и условий продажи госдолей. Например, прямая продажа госпакета ключевым инвесторам вряд ли окажет позитивное влияние на ликвидность на рынке.

Эрик Де Пой
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 40)
Erik.DePoy@gazprombank.ru

Александр Назаров
+7 (495) 980 43 81 (доб. 5 43 81)
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 01)
Andrey.Klapko@gazprombank.ru

Динамика котировок акций компаний, готовящихся к приватизации и индекса ММВБ в период с 1 февраля по настоящее время



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Вопрос о приватизации — вновь на повестке дня

История с приватизацией отечественных госкомпаний началась более двадцати лет назад со спорных «залоговых» сделок 90-х годов. В 2006–2007 гг. были проведены первичные размещения Роснефти и ВТБ, а в конце 2011 г. правительство объявило более амбициозный план, предполагающий привлечение в бюджет более 50 млрд долл. путем частичной продажи госпакетов в крупных компаниях в течение 2013–2016 гг. (затем период приватизации был изменен на 2014–2016 гг.).

Государственная программа приватизации в 2013–2016 гг.

	ДОЛЯ ГОСУДАРСТВА*	ДОЛЯ НА ПРОДАЖУ
ВТБ	60,9%	10,9%
Роснефть	69,5%	19,5%
Совкомфлот	100%	100%
АЛРОСА	50,9%	50,9%
Аэрофлот	51,2%	51,2%
ФСК	79,1%	29,1%
Интер РАО	66,0%	41,0%
РусГидро	57,9%	32,9%
РЖД	100%	24,9%
Транснефть	100%	25,0%

*голосующий пакет

Источник: Росимущество

Приток средств от приватизации оказался меньше, чем ожидалось

В то время как Росимуществу удалось привлечь значительную сумму в федеральный бюджет в течение последних нескольких лет (1,04 трлн руб. в течение 2011–2014 гг.) путем продажи пакетов в сотнях малых и средних предприятий, общий результат оказался меньше изначального прогноза. Благоприятная ситуация на рынке нефти уже способствовала привлечению достаточных доходов в федеральный бюджет, тогда как относительная стагнация на российском рынке акций сформировала не слишком благоприятный фон для первичных размещений акций. По данным Счетной палаты, государство получило

лишь 21% планируемых доходов от приватизации в 2010–2014 гг., что также подтверждает, что приватизации нужен резкий рост для реализации всего потенциала. Введение санкций в 2014 г. и сопутствующий спад в экономике страны приостановили активность в области приватизации госкомпаний — в 2015 г. в госбюджет было привлечено лишь 7,2 млрд руб.

Государство запускает процесс

С целью заполнить брешь в доходах бюджета от приватизации в 2016 г., правительство приняло решение «завести» процесс приватизации, выставив на продажу пакеты акций в ряде крупнейших госкомпаний. Главными кандидатами на приватизацию пакетов в ближайшее время (представители этих компаний присутствовали на встрече с президентом 1 февраля) являются Аэрофлот, АЛРОСА, Башнефть, Роснефть, РЖД, Совкомфлот и ВТБ. Как стало известно, в ходе встречи обсуждались только общие условия продажи пакетов акций госкомпаний.

Обсуждение окончательных параметров продолжается

Судя по ряду комментариев от официальных источников, параметры приватизации остаются предметом обсуждения между компаниями и регулирующими органами. Мы ожидаем, что окончательные данные в отношении масштабов, формы и времени проведения приватизации будут озвучены правительством ориентировочно в 2К16, а сама продажа госпакетов состоится не ранее 2П16.

Вместе с тем принципы, которыми правительство будет руководствоваться в ходе предстоящего размещения госпакетов, были высказаны на встрече В. Путина с представителями компаний «приватизационного списка». Они следующие:

- ▶ Все сделки не должны противоречить существующему российскому законодательству, а их формат должен быть достаточно прозрачным.
- ▶ Государство должно сохранить за собой контрольные пакеты в стратегически важных компаниях. Вопрос о том, сохранит ли государство контрольный или блокирующий пакет акций, должен быть рассмотрен отдельно для каждой конкретной компании.
- ▶ Госпакеты должны быть проданы по «экономически оправданной» цене.
- ▶ Запрещаются любые «серые схемы» и передача активов под юрисдикцию офшоров, а также сокрытие структуры владения.
- ▶ При продаже должно быть принято во внимание качество нового стратегического владельца и его стратегия развития.
- ▶ Приобретатели пакетов не могут быть зарегистрированы за пределами РФ.
- ▶ Инвесторы должны финансировать покупку пакетов за счет собственных или заемных средств; в последнем случае кредиторами не могут выступать отечественные государственные банки.

Среди первых и наиболее вероятных кандидатов на приватизацию госпакетов, внимание рынка изначально было сосредоточено на таких компаниях, как Аэрофлот, АЛРОСА, Башнефть, Роснефть и ВТБ (их акции уже торгуются на бирже). Ниже мы рассмотрели некоторые основные аспекты приватизации каждой из указанных компаний.

Аэрофлот

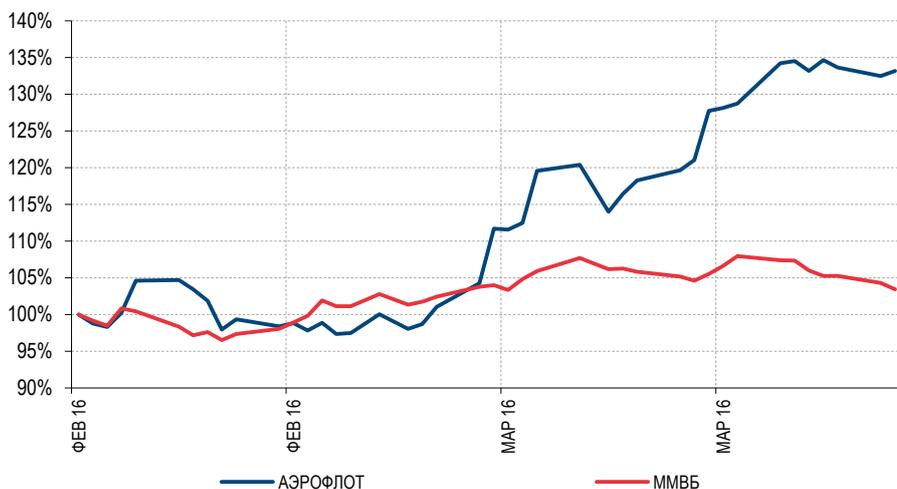
На сегодняшний день доля государства в капитале Аэрофлота составляет 51,17%, таким образом, речь о приватизации по сути может идти только в том случае, если государство согласится уменьшить ее до блокпакета (25% плюс 1 акция).

Как мы уже писали в нашем [отчете](#) от 11 февраля, перспективы приватизации компании представляются неопределенными, поскольку государство вряд ли откажется от контроля над перевозчиком, исходя из соответствующих заявлений представителей органов власти. Текущая оценка доли государства в компании составляет 31 млрд руб., и даже если контрольный пакет будет размещен с премией в 25%, это составит всего 4% целевых доходов от приватизации в 2016 г.

Кроме того, потенциальное размещение 3,3% акций, принадлежащих Ростеху, и 4,5% казначейских акций — не поможет покрыть дефицит бюджета за счет поступлений от продажи. Генеральный директор Аэрофлота Виталий Савельев считает преждевременной приватизацию компании на сегодняшний день, так как качество услуг, предоставляемых авиаперевозчиком, уже находится на достойном уровне.

Стоит учитывать также фактор роялти, которые собирает Аэрофлот благодаря своему статусу компании, подконтрольной государству. Аэрофлот не раскрывает публично общую сумму сборов, однако их потенциальное исключение из базы доходов (в том случае, если государство потеряет контрольный пакет) может оказать влияние на рыночную оценку компании.

Динамика котировок акций Аэрофлота и индекса ММВБ в период с 1 февраля по настоящее время



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

АЛРОСА

После IPO компании в 2013 г., в ходе которого было размещено 23% акций, во владении государства осталось 77% акций, которые распределены между Росимуществом (44%), правительством республики Саха (25%) и местными муниципальными властями (8%). Если предположить, что наиболее вероятным продавцом госпакета является Росимущество, и оно сократит свою долю вплоть до блокпакета, то на приватизацию может быть выставлено около 19% акций. Таким образом, после приватизации совместная доля Росимущества и правительства республики Саха останется контролирующей.

Однако продажа 19% акций не может быть осуществлена в один этап. Согласно Минфину, правительство обсуждает вопрос о приватизации 10,9% акций компании

Матвей Тайц

+7 (495) 980 43 89 (доб. 5 43 89)
Matvey.Tayts@gazprombank.ru

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 48)
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru

в 2016 г., после чего оставшиеся 8% могут быть приватизированы позже. В ходе Дня инвестора 23 марта, руководство АЛРОСЫ заявило, что наиболее вероятные варианты приватизации — продажа либо широкому кругу инвесторов, либо стратегическому инвестору. До этого, 26 февраля, заместитель министра финансов Алексей Моисеев заявил, что приватизация АЛРОСЫ предполагает продажу значительно меньшего пакета, чем 18,9% (возможно, речь шла о 10,9% акций, в соответствии со словами министра финансов Антона Силуанова). А. Моисеев добавил, что позиция Минфина заключается в продаже акций на открытом рынке через размещение на Московской бирже, что увеличило бы долю акций компании в свободном обращении, а также ее ликвидность.

Мы считаем, что относительная сложность структуры собственности АЛРОСЫ потенциально может привести к некоторым задержкам в процессе приватизации компании. Более того, ряд комментариев официальных лиц по поводу того, какая доля может быть предложена инвесторам, также дает основания предполагать, что может понадобиться еще некоторое время для достижения консенсуса относительно того, как лучше всего приватизировать компанию.

Динамика котировок акций АЛРОСЫ и индекса ММВБ в период с 1 февраля по настоящее время



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Башнефть

Росимущество намеревается продать всю свою долю в Башнефти (50,08%), однако может сохранить «золотую акцию» в компании. Правительство может отказаться от контрольного пакета в компании только в том случае, если доля будет продана со значительной премией к рынку.

Мы считаем, что Башнефть в настоящее время является, вероятно, самой подходящей компанией для приватизации. Во-первых, благодаря тому, что ее нефтеперерабатывающие мощности покрывают почти 100% поставляемых объемов нефти, а также удачному расположению в центре России. Компания вписывается в структуру любой отечественной нефтяной компании, создавая эффект синергии. Так что теоретически любая из крупнейших российских компаний может захотеть получить контроль над Башнефтью.

Во-вторых, Башнефть уже находится в замечательной форме для приватизации: у нее отличное корпоративное управление и история отчетности, низкая долговая нагрузка (ниже 0,8x LTM EBITDA) и приличные дивиденды (25% от чистой прибыли по МСФО) с минимальными гарантированными платежами.

Александр Назаров
 +7 (495) 980 43 81 (доб. 5 43 81)
 Alexander.Nazarov@gazprombank.ru

Евгения Дышлюк
 +7 (495) 980 41 29
 Evgeniya.Dyshlyuk@gazprombank.ru

В-третьих, государство может выставить на продажу контрольный пакет акций компании, которые могут представлять большой интерес для потенциальных покупателей по сравнению с приватизацией доли меньшинства. Фактически ЛУКОЙЛ — один из потенциальных покупателей — официально подтвердил свою заинтересованность в покупке контрольного пакета акций для управления активом. К тому же у ЛУКОЙЛа достаточно денежных средств для финансирования приобретения. Кроме того, СМИ называли потенциальными покупателями доли в Башнефти такие компании, как Сургутнефтегаз, Роснефть и несколько более мелких игроков.

Принимая во внимание все вышесказанное, мы считаем, что Башнефть может быть первой компанией, приватизированной в текущем году. Основными вопросами остаются размер пакета, который будет выставлен на приватизацию (так как правительство может не захотеть терять контроль над компанией), а также цена, которая будет во многом зависеть от того, выставят ли на продажу контрольный пакет акций. Если государство все же решится продать контрольную долю в Башнефти, мы не исключаем весьма существенную премию к рынку (до 100% от рыночной капитализации компании).

Динамика котировок акций Башнефти и индекса ММВБ в период с 1 февраля по настоящее время



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанк

Роснефть

Велось немало дискуссий по поводу продажи доли Роснефти (19,5%), что позволило бы привлечь в бюджет до 630 млрд руб. (~9,1 млрд долл.), учитывая текущие рыночные цены. Из-за введения санкций против компании и ограниченной емкости внутреннего фондового рынка основным обсуждаемым на рынке вариантом стала продажа доли в Роснефти стратегическому инвестору (инвесторам) с премией к рыночной цене в 10-30%.

Мы считаем, что история с приватизацией Роснефти несколько застопорилась, и, учитывая риски ухудшения ситуации, мы рекомендуем инвесторам зафиксировать прибыль в акциях компании.

Мы полагаем, что приватизация Роснефти посредством продажи 19,5%-ного пакета акций компании стратегическому инвестору(ам) с премией к рыночной цене в этом году представляется крайне сложной задачей.

Александр Назаров
+7 (495) 980 43 81 (доб. 5 43 81)
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru

Евгения Дышлок
+7 (495) 980 41 29
Evgeniya.Dyshlyuk@gazprombank.ru

Во-первых, круг потенциальных инвесторов ограничен в силу:

- ▶ действия санкций, ограничивающих доступ к рынкам капитала. Власти США и ЕС запрещают своим гражданам (прямо или косвенно) приобретать или продавать новые акции Роснефти. Это сужает географию потенциальных инвесторов до стран Азии, Ближнего Востока и внутреннего рынка;
- ▶ крупного размера пакета, предлагаемого к приватизации (более 9 млрд долл.) (см. Таблицу 2);
- ▶ целевой категории инвестора (в идеале — стратегического), который обладает дополняющими ресурсами (капиталом, экспертизой, технологиями, доступом к рынкам) и может позволить дорогостоящие приобретения.

Во-вторых, будет достаточно затруднительно согласовать ценовую премию, учитывая (а) высокую неопределенность внешних факторов (волатильность цен на нефть, возможные изменения в налогообложении российского нефтегазового сектора, неопределенность в отношении сроков ослабления санкций) и (б) сохранения государственного контроля в компании.

В-третьих, данная сделка (или сделки) может занять много времени (особенно в случае участия нескольких инвесторов). В Китае процесс принятия решений по инвестиционным возможностям в целом замедлился из-за продолжающихся антикоррупционных расследований, в том числе в нефтяном и финансовом секторах.

В свете упомянутых заключений правительство РФ, согласно последним сообщениям СМИ, рассматривает сейчас в качестве другого варианта приватизации Роснефти выпуск конвертируемых в акции компании облигаций материнской компанией Роснефти — Роснефтегазом, который полностью принадлежит государству и не находится под санкциями.

Хотя выпуск конвертируемых облигаций имеет ряд преимуществ (не повлияет на долг, не приведет к разводнению акций, в приватизации может принять участие более широкий и разнообразный пул потенциальных инвесторов, сделка может быть завершена менее чем за год), данный вариант приватизации предполагает технические сложности, связанные с передачей привлеченных от размещения облигаций средств от Роснефтегаза в российский бюджет, а также предполагает определенную стоимость финансирования.

Но самое главное – выпуск конвертируемых облигаций не гарантирует приватизацию Роснефти. Если акции Роснефти не достигнут цены конвертации (обычно устанавливается с 30-35%-ной премией к зафиксированной рыночной цене) в течение срока обращения облигаций (~5 лет, согласно условиям выпуска конвертируемых облигаций российскими компаниями), то конвертация в акции Роснефти (по сути, приватизация) не состоится. Риск того, что конвертация не состоится, является существенным, учитывая историю конвертируемых облигаций российских компаний. В такой сделке правительство РФ может рассматриваться как заемщик, стремящийся привлечь недорогое долговое финансирование для покрытия дефицита бюджета.

Более подробно возможности приватизации 19,5% Роснефти мы рассмотрели в нашем обзоре: [«Приватизация Роснефти: анализ вариантов»](#) от 29 марта.



Динамика котировок акций Роснефти и индекса ММВБ в период с 1 февраля по настоящее время



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ВТБ

По имеющимся данным, правительство может продать долю в **ВТБ** объемом 10,9% (60,9% принадлежит Росимуществу), после чего останется владельцем 50% плюс 1 акция банка. В пользу продажи указанного пакета говорит относительная простота структуры владения, равно как и тот факт, что акции банка уже торгуются на бирже.

Аргументами против приватизации пакета акций ВТБ являются продолжающийся спад в экономике страны и экономические санкции, так как данные факторы могут ограничить круг потенциальных инвесторов. Относительно небольшой размер пакета, который даже не является блокирующим, может также дестимулировать потенциальных инвесторов участвовать в приватизации.

Мы полагаем, что хорошим ориентиром для приватизации 10,9%-ной доли ВТБ может служить SPO банка, которое состоялось в 2К13. Напомним, что тогда ВТБ разместил 2,5 трлн обыкновенных акций по цене 0,041 руб./акц. (общим объемом 102,5 млрд руб.) в пользу ряда якорных инвесторов, включая Norges Bank, Qatar Holdings, суверенный фонд Азербайджана и др. Размещение осуществлялось с 20%-ным дисконтом к рыночной цене того периода.

При этом условия проведения SPO в текущий момент выглядят значительно более сложными как с внутренней, так и с внешней точек зрения. Сейчас ВТБ находится в санкционном списке, рентабельность банка существенно снизилась с 2013 г. (ROAE на уровне 0,8% по состоянию на 2015 г. против 12,0% в 2013 г.), а общее восприятие инвесторами рисков российской банковской системы стало более осторожным, это касается как перспектив роста, так и кредитных рисков. Кроме того, акции ВТБ на данный момент торгуются на 76% выше цены последнего SPO, что представляется нам неоправданным, учитывая сочетание вышеупомянутых факторов. Таким образом, мы полагаем, что размещение может состояться с более высоким дисконтом к рыночной цене, чем в 2013 г., а среди различных категорий игроков рынка, потенциально способных принять участие в сделке будут, вероятно, преобладать долгосрочные якорные инвесторы.

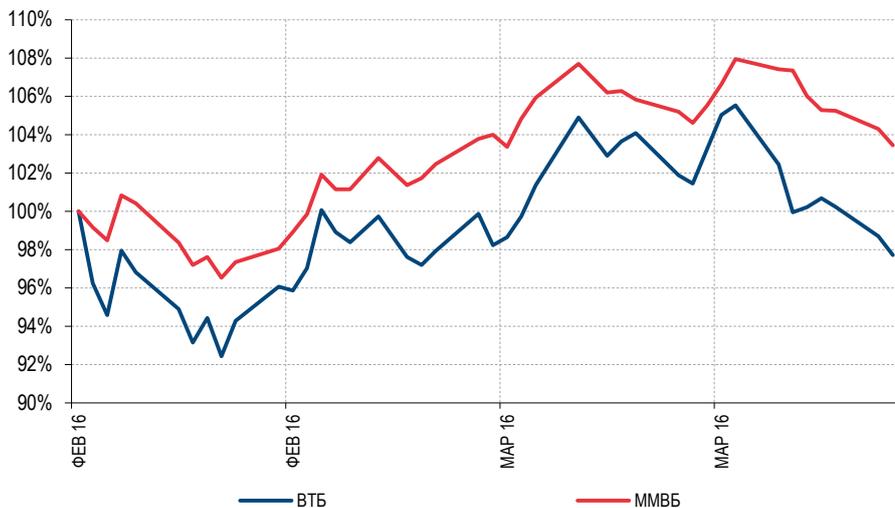
Наконец, отметим, что в списке из пяти публичных кандидатов на приватизацию ВТБ — единственная компания, акции которой торговались хуже индекса ММВБ с 1 февраля — даты совещания по приватизации с президентом РФ, тогда как акции других кандидатов опережали рынок (см. диагр. на первой странице).

Андрей Клапко

+7 (495) 980 43 81 (доб. 2 14 01)
Andrey.Klapko@gazprombank.ru



Динамика котировок акций ВТБ и индекса ММВБ в период с 1 февраля по настоящее время



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

РЖД

Другой компанией, которая пока не размещала публично свои акции, но которую стоит упомянуть в свете приватизации, является **РЖД**, монопольный оператор железных дорог страны, на 100% принадлежащий государству. РЖД имеют важнейшее стратегическое значение для государства, учитывая обширность территории России, а значит и сильную зависимость экономики от ж/д транспорта. Существует вероятность того, что в ходе приватизации государство может продать 5-10% в РЖД (руководство компании говорило о 5%, тогда как план приватизации государственных активов предполагает продажу 25% минус 1 акция), однако мы считаем, что это едва ли может случиться в текущем году. Насколько мы понимаем, рыночная оценка компании находится еще на ранней стадии. Другой проблемой является существующая практика существенных ежегодных вложений в уставный капитал со стороны государства для покрытия широкомасштабной инвестиционной программы компании. В случае приватизации другим акционерам либо придется участвовать, либо согласиться с размыванием их долей.

Стоит отметить, что у компании есть несколько филиалов (например, Федеральная грузовая компания), акции которой могут стать привлекательными для инвестиций.

Мы считаем, что в отношении приватизации РЖД государству следует проявлять осторожность, учитывая высокую социальную важность и чувствительность операций компании. Хорошим примером в данном случае может стать приватизация British Rail в 1993 г., которую критиковали не только за то, что она была проведена по исключительно низкой цене, но также за то, что впоследствии компании не удалось повысить качество своих услуг и снизить затраты на пассажирские перевозки (подробнее см. раздел «Великобритания: опыт и выводы приватизации»).

Евгений Хилинский
+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 16 43)
Evgeniy.Khilinskiy@gazprombank.ru

План приватизации российских компаний в 2014-2016 гг.

	ТЕКУЩАЯ ГОСДОЛЯ В КАПИТАЛЕ	ОЖИДАЕМАЯ ГОСДОЛЯ В КАПИТАЛЕ К 2016 Г. (ПО ВЕРСИИ 2013 Г.)
Роснефть	69,5%	50%+1 акция
Совкомфлот	100%	25%+ 1 акция
РСХБ	100%	100%
Транснефть	100% (голосующий пакет)/78,1% (общая доля)	75%+1 акция (общая доля)
ВТБ	60,9%	50%+ 1 акция
РусГидро	67,1%	50%+ 1 акция
АЛРОСА	50,9% (Россия)/90,9% (Россия и Якутия)	25%+1 акция
Зарубежнефть	100%	90% (50%+ акций к 2010 г.)
Интер РАО	13,7% (Росимущество)/54,8% (вкл. госкомпании)	0%+9 акций (Росимущество)
Ростелеком	50,1%	0%
Объединенная зерновая компания	50,1%	0%
Росагролизинг	99,9%	99,9%
Роснано	100%	0%
РЖД	100%	75%+ 1 акция
Аэропорт Шереметьево	83%	0%
Аэрофлот	51,2%	25%+1 акция
Аэрофлот Внуково	74,7%	0%
Международный аэропорт Внуково	25%	0%
Объединенная судостроительная корпорация	100%	75%+1 акция (к 2024 г.)
Объединенная авиастроительная корпорация	84,3%	50%+ 1 акция (к 2024 г.)
Росспиртпром	100%	0%
Государственная транспортная лизинговая компания	100%	75%+1 акция
Уралвагонзавод	100%	75%+ 1 акция

Источник: Росимущество

Приватизация не ограничивается крупными компаниями

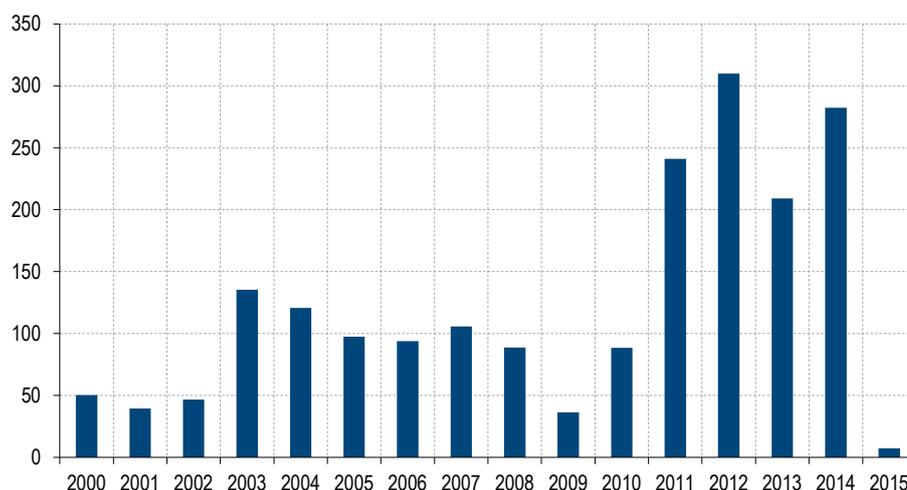
Следует отметить, что множество более мелких компаний также были внесены в «приватизационный список». До настоящего момента все внимание было приковано к крупным компаниям (так как они более известны участникам рынка), однако приватизация сотен малых и средних компаний в течение последних нескольких лет осталась практически незамеченной, хотя и привлекла значительные средства в федеральный бюджет. Фактически, выручка от приватизации этих компаний с 2000 г. превысила 1,95 трлн руб. (24,7 млрд долл.).

Росимущество продолжит осуществлять приватизацию сотен мелких предприятий в 2016 г., при этом выручка от продажи госдолей в этих компаниях составит, как ожидается, порядка 33 млрд руб. (именно эта сумма учтена бюджетным планом на текущий год). Прошедший год стал неким поворотным пунктом, так как спад в экономике, влияние санкций и снижение цен на нефть стали причиной резкого сокращения поступлений в бюджет от приватизации госактивов (всего в 2015 г.



получено 7,2 млрд руб. против 282 млрд руб. в 2014 г. — см. таблицу ниже). Это, наряду с ожидаемым в 2016 г. дефицитом государственного бюджета (предварительно оцененный в 3,4% от ВВП или 2,7 трлн руб. в преддверии реализации антикризисных мер), подталкивает правительство к поиску способов «завести» процесс приватизации.

Объем привлеченных средств в результате приватизации в 2000–2015 гг., млрд руб.



Источник: Росимущество, расчеты Газпромбанка

Требуется компромисс для компенсации потерянных поступлений в бюджет

Одним из сложных вопросов, который встал перед правительством в свете будущей приватизации, стало то, что фактически государство лишает себя в будущем поступлений в виде дивидендов. Таким образом, приходится выбирать между краткосрочным притоком средств от приватизации и более долгосрочными поступлениями от дивидендов, получаемых на акции, принадлежащие государству. Как отметил вице-премьер Юрий Трутнев при обсуждении приватизации АЛРОСЫ, государство может получить аналогичный или даже более значительный приток наличных средств (учитывая возможное повышение минимального коэффициента дивидендных выплат для госкомпаний с текущего уровня в 25% от чистой прибыли по МСФО), сохраняя долю в компании, а не выставляя ее на продажу.

Одним из способов частично компенсировать потерю этих долгосрочных доходов может стать повышение минимального коэффициента выплат дивидендов государственных компаний (с 25% от чистой прибыли по МСФО). Это позволит государству получить больше доходов по принадлежащим им акциям после приватизации части пакетов. Глава Росимущества О. Дергунова заявила в феврале, что ведомство предложило повысить минимальный уровень дивидендных выплат для госпредприятий в 2016 г. В качестве одного из вариантов Росимущество предлагает увеличить минимальный коэффициент выплат до 50%, что поможет привлечь в федеральный бюджет в 2016 г. по меньшей мере дополнительные 110 млрд руб. Другой вариант, названный О. Дергуновой, предполагает расширение перечня компаний, подлежащих приватизации, что помогло бы компенсировать потерю дивидендов, получаемых на пакеты, подлежащие приватизации.

Макроэкономические последствия

Спрос на рубль

Приватизация может способствовать росту спроса на рубль на внутреннем рынке и, таким образом, может привести к резкому укреплению национальной валюты. В то же время усиление спроса на денежном рынке может привести к временному повышению ставок с учетом необходимости аккумулировать значительные объемы средств на приватизацию (до 1 трлн руб.). На инфляцию влияние приватизации мы оцениваем как нейтральное, поскольку будет происходить замещение выпадающих нефтегазовых доходов в рамках балансировки бюджета (более детально мы рассматриваем данный вопрос в нашем макроэкономическом отчете от 22 марта [«Макроэкономика: Дефицит бюджета и цена на нефть: чего ожидать участникам рынка?»](#)).

В результате подготовки к приватизации объем доступной ликвидности на российском рынке сократится – инвесторы снизят торговую активность, чтобы зарезервировать средства для участия в приватизации. Влияние снижения ликвидности будет ограниченным, если покупателями госдолей станут якорные инвесторы, которые обычно воздерживаются от активных операций на открытом рынке. Другой вариант развития событий предполагает, что влияние на рынок окажется позитивным, если в торги будут вовлечены активные инвестиционные фонды или если они будут открыты для широкого круга лиц, как это было с так называемым «народным IPO» ВТБ в 2007 г.

Факторы, препятствующие приватизации

Опасения в отношении оценки

Ряд руководителей корпораций уже сделали публичные заявления по поводу предполагаемой приватизации их компаний, упомянув непростую конъюнктуру рынка в настоящий момент. Со своей стороны В. Путин заявил 1 февраля, что существует расхождение между планируемыми поступлениями от приватизации и текущими рыночными оценками, добавив, что в этом вопросе нужно найти «золотую середину».

Ограничения на владение

В рамках российского законодательства иностранные компании должны получить согласие Правительственной комиссии по контролю над осуществлением иностранных инвестиций на приобретение доли в размере 25-50% в компании, имеющей стратегическое значение для обороны и безопасности государства, а также на покупку дополнительной доли в 5% акций или более. Российское законодательство позволяет местным «дочкам» иностранных компаний осуществлять покупки пакетов акций внутри страны. Такие дочерние компании не должны иметь никаких ограничений капитала и проблем с раскрытием структуры владения. Необходимость соответствовать требованиям российских законов может существенно ограничить число потенциальных покупателей, так как иностранные компании будут вынуждены сначала зарегистрировать акционерное общество, что многие из них могут счесть излишне сложной процедурой.

База инвесторов

В результате экономических санкций, которые были введены США и ЕС против России, круг потенциальных иностранных инвесторов сузился до компаний из стран Азии, Латинской Америки, и Ближнего Востока. Невозможность покупки контрольного пакета в стратегически важных компаниях также может охладить интерес к приватизации со стороны крупных иностранных игроков. Таким образом, разнообразие и число потенциальных инвесторов может существенно зависеть от перспективы пересмотра или отмены западных санкций в ближайшие месяцы.

Ограничения финансирования

Средства на приобретение госпакетов в ходе приватизации не могут быть привлечены в виде кредита у российских госбанков. Однако непонятно, почему данные средства не могут рассматриваться как частные, так как именно частные компании (которые являются владельцами этих денег) должны будут выплатить долг госбанкам. Это ограничение может вызвать ряд правовых дискуссий, так как Конституция РФ гарантирует право свободно распоряжаться финансовыми ресурсами в пределах страны.

Аргументы в пользу приватизации

Оценка потребностей

Как подчеркнул В. Путин на встрече 1 февраля, приватизацию следует рассматривать не просто как способ привлечения средств в бюджет государства, но, что более важно, как способ продвижения структурных экономических изменений и повышения эффективности экономики страны.

Нам представляется, что аргументы в пользу привлечения средств в бюджет путем приватизации в данный момент (значит, выбор краткосрочных поступлений в бюджет вместо долгосрочных доходов) зависят от оценки потребностей. Если в скором времени мы увидим возобновление роста цен на нефть и восстановление экономики, аргументы в пользу краткосрочного покрытия дефицита бюджета окажутся более убедительными. С другой стороны, если станет ясно, что снижение цен на нефть и спад в экономике будут продолжаться длительный период времени, это станет аргументом в пользу того, что государству не стоит спешить с сокращением своей доли в крупных компаниях, выплачивающих дивиденды, чтобы максимально увеличить долгосрочные поступления в бюджет.

Тот факт, что в новой приватизации не смогут принять участие компании, зарегистрированные за пределами России, может свидетельствовать о том, что таким образом правительство косвенно способствует возвращению капитала в страну (так называемой «деофшоризации»). В противном случае, непонятно, откуда ожидается поступление столь огромных средств — если только правительство не готово продавать свою долю по более низким ценам. При этом продажа госпакетов по низким ценам была бы привлекательной для инвесторов, которые помнят об исторически не самой лучшей динамике на вторичном рынке акций компаний-участников IPO.

Отличие от предыдущего плана приватизации

План приватизации от 2012 года (покрывающий период до 2016 г.) не исключал участия иностранных компаний. Кроме того, он предполагал радикальное сокращение участия государства в экономике. Тогда удалось добиться весьма незначительных результатов помимо квазипrivатизации (когда принадлежащий государству Роснефтегаз покупал государственные активы за государственные средства).

Продажа конвертируемых облигаций государственных активов рассматривается как нестандартная альтернатива приватизации за наличные средства (см. выше раздел «Роснефть»). Государство будет иметь возможность погасить облигации или позволить их держателям обменять долговые бумаги на акции через 3–5 лет. Однако такая форма приватизации ограничивает круг потенциальных покупателей, так как многие фонды должны согласовывать свои действия со своими инвестиционными мандатами, предполагающими управление либо акциями, либо облигациями. В свою очередь конвертируемые облигации являются своего рода гибридным инструментом с более низким купоном из-за включенной стоимости возможной конвертации. Ликвидность вторичного рынка по данному гибриднему инструменту также может оказаться относительно низкой, не говоря уже о риске, что цена конвертации может быть и не достигнута, в результате чего



на руках у инвесторов попросту останутся облигации с низкой ставкой купона, что фактически сведет на нет идею приватизации (более подробно см. «Приватизация Роснефти: анализ вариантов» от 29 марта).

Великобритания: опыт и выводы приватизации

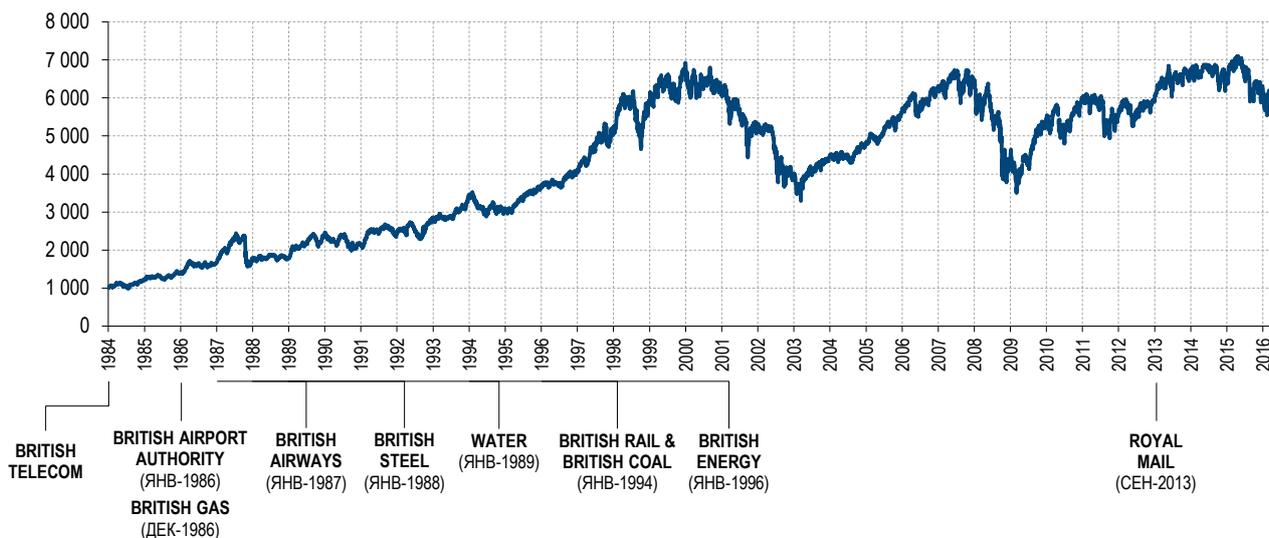
Цель — увеличить выручку

Программа приватизации в Великобритании, длившаяся более трех десятилетий, может преподать несколько важных уроков в части дальнейшего претворения в жизнь амбициозных планов российского правительства. В Великобритании приватизация началась еще в 1979 году, когда у власти было правительство Маргарет Тэтчер. Изначально акцент делался на приватизации прибыльных предприятий (таких как British Aerospace, Cable & Wireless) с целью повысить доходы и сократить объем госдолга в период рецессии начала 1980-х годов. Со временем приватизация охватила национализированные компании угольной, металлургической, железядобывающей и газовой промышленности, электроэнергетики и водоснабжения, а также операторов ж/д и авиатранспорта, перевозчиков грузов на грузовиках, телекоммуникационные компании и компании, занимающиеся государственным жилищным строительством.

Расширение рыночной базы

При этом стоит отметить, что приватизационные сделки в Великобритании периода 80-90-х годов имели и другой позитивный эффект, а именно — способствовали созданию капитала страны и рынков собственности (см. диаграмму ниже). В результате Лондон стал одним из мировых финансовых центров, и при этом существенно расширилась база внутренних инвесторов. Что касается России, подобная цель не была четко обозначена в рамках текущего плана по приватизации, однако заявленному властями намерению о продвижении Москвы в качестве мирового финансового центра приватизация непременно поспособствует. В частности, речь идет о росте «глубины» и «ширины» локального фондового рынка и использования инфраструктуры Московской биржи.

Крупнейшие сделки по приватизации в Великобритании и индекс FTSE 100



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

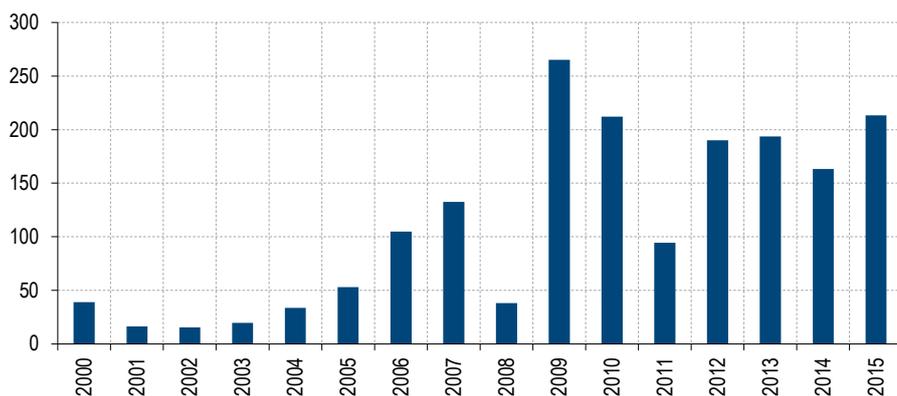
Прочие мотивы

Некоторые критики, однако, приписывающие распродажу госсобственности политическим мотивам, обвиняли партию консерваторов в использовании приватизации не только как инструмента избавления от низкодоходных и



устаревших госпредприятий, но и с целью разрушения профсоюзов — опоры партии лейбористов. Какая бы мотивация ни стояла за так называемой «тэтчеровской революцией», после смены правительства приватизация не сбавляла темпов. В период 1980-1996 гг. на долю Великобритании пришлось целых 40% от общей стоимости активов, приватизированных странами-членами ОЭСР. В последние годы мир всколыхнула новая волна приватизации — правительства стремятся повысить доходы бюджета после финансового кризиса 2008-2009 годов.

Объем сделок по приватизации во всем мире, млрд долл.



Источник: База данных объектов приватизации Всемирного банка

Вопрос оценки

Программа приватизации в Великобритании была раскритикована за продажу госкомпаний значительно ниже фундаментальной стоимости, измеряемой их последующей перепродажей или ростом цены их акций. Хорошим примером подобной недооценки может послужить компания Royal Mail, приватизированная в 2013 году на общую сумму 1,7 млрд фунтов стерлингов (переспрос составил 7x со стороны розничных инвесторов и 20x — со стороны институциональных). Котировки взлетели на 40% в течение нескольких минут после начала торгов, в результате чего капитализация компании увеличилась почти на 660 млрд фунтов стерлингов относительно уровня IPO.

Динамика котировок акций Royal Mail с моменты выхода на IPO по настоящее время, брит. пенсов



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

**Прозрачность и финансовая ответственность**

Приватизация в Великобритании также вызывала вопросы, связанные с прозрачностью и финансовой ответственностью. К примеру, приватизация British Railways в 1993 году привела к появлению множества компаний-посредников, что в свою очередь повысило накладные расходы (впоследствии переложенные на потребителей) с целью обеспечения прибыли нескольких организаций. Это также создало сложности в установлении ответственности при возникновении несчастного случая, поскольку стало невозможно выяснить первопричину даже при наличии всех фактов. А все потому, что перевозка железнодорожным транспортом перестала осуществляться централизованно, и все причастные компании перекладывали ответственность друг на друга, ссылаясь на «коммерческую тайну» в целях сокрытия важной информации или даже заявляя о банкротстве, чтобы уйти от исполнения своих обязательств. Когда ответственность несет одно лицо, такое как государство, защищать интересы общества гораздо легче.

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00**ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 23 75****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 983 18 80****ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****+7 (495) 988 24 10****ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ****+7 (499) 271 91 04**

Copyright © 2003 – 2016. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.
