

ИЛЬЯ ВЛАДИМИРОВИЧ АКУЛОВ

аспирант кафедры экономической теории и финансов экономического факультета, Петрозаводский государственный университет  
*akulov@karelesk.ru*

## ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ РОССИИ ПОСРЕДСТВОМ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

В условиях дезинтеграции электроэнергетики в сложившейся институциональной среде возрастает роль сделок слияния и поглощения в общем повышении эффективности отрасли. При этом государство как потенциальный инвестор должно осуществлять свою деятельность на финансовом рынке, руководствуясь данной целью. Проанализированы мотивы поведения потенциальных инвесторов в электроэнергетике и направления их вложений. Сделан вывод о том, что современное состояние должно стать отправной точкой для государства в формировании наиболее эффективной формы хозяйствования – перекрестного владения государственных и частных компаний по принципу альянса совладельцев.

Ключевые слова: инвесторы в электроэнергетике, сделки слияния и поглощения, перекрестное владение

1 января 2011 года реформа электроэнергетики подошла к своему промежуточному финишу, ОАО «РАО ЕЭС России» было ликвидировано, тарифное регулирование заменено рыночным ценообразованием. На базе одной фирмы-монополии был создан целый комплекс независимых участников (фирм) – носителей определенных обязательств и интересов, которые в новых условиях начали взаимодействовать друг с другом.

В условиях дезинтеграции, ограничений, накладываемых институциональной средой, и появления на финансовом рынке нескольких десятков свободно торгуемых акций фирм электроэнергетики посредством сделок слияния и поглощения при участии различных групп инвесторов (в том числе и государства) становится возможной организация новых форм владения капиталом, эффективность которых может оказаться выше по сравнению с прежними и существующими. Наибольшее внимание при этом должно быть уделено определению мотивов поведения потенциальных инвесторов и направлений их вложений. Сегодня при рассмотрении структуры капитала в электроэнергетике России необходимо выделять следующие группы инвесторов<sup>1</sup>.

1. Частные инвесторы, преследующие спекулятивные цели, для которых электроэнергетика не является профильным видом бизнеса, а лишь позволяет реализовывать цели по максимизации собственного дохода.
2. Частные инвесторы, для которых электроэнергетика была или стала профильным видом деятельности. Среди них стоит выделять российских и иностранных инвесторов.
3. Инвесторы, для которых электроэнергетические активы являются звеном в создании добавленной стоимости в рамках основного биз-

неса. В отличие от представителей первой группы, они преследуют долгосрочные цели, однако их компетенция ниже, чем у представителей второй группы.

### 4. Государственный инвестор в форме принадлежащих государству акционерных обществ.

Именно эти четыре группы инвесторов определили происходящие в отрасли изменения и в совокупности с комплексом ограничений, накладываемых институциональной средой, создали отрасль в нынешнем виде.

Стоит отметить, что большое влияние на результаты реформирования и дальнейшее развитие отрасли оказал мировой финансовый кризис. Поскольку «РАО ЕЭС России» было фактически ликвидировано 1 июля 2008 года, а кризис начался в августе-сентябре, можно сказать, что эти события совпали. Так, например, по состоянию на 1 июля 2008 года значение индекса РТС составило 2242,74 пункта (90 % от исторического максимума), при этом уже 28 октября 2008 года значение данного индекса упало до 549,06 пункта [4], таким образом, капитализация фондового рынка России за 119 дней снизилась более чем в 4 раза. Произошло обесценение всех активов, в том числе электроэнергетических.

Наиболее существенным образом обвал котировок сказался на представителях первой группы инвесторов. Спекулятивные цели оказались недостижимы, в результате чего их деятельность трансформировалась в минимизацию убытков любой ценой. Именно за счет действий данной группы при молчаливом согласии других инвесторов не были реализованы планы по вводу мощностей, посредством их лобби отменены штрафы за невыполнение инвестиционных программ, а сверхприбыли направлены на дивиденды. Наи-

более негативно настроенные к реформе электроэнергетики эксперты отмечают, что ликвидация «РАО ЕЭС России» представляла собой оппортунистическое поведение руководства холдинга в форме использования асимметрии информации в личных интересах. Так, М. Делягин (директор Института проблем глобализации) говорит о том, что реформа электроэнергетики на самом деле имела целью всего лишь убрать из системы РАО «ЕЭС» нерентабельные компании, а прибыльные «распределить между людьми, работающими в руководстве РАО» [9]. Несмотря на снижение курсовой стоимости акций на фоне общего снижения котировок (подробнее см. [11]), доход инвестора в форме дивидендов существенно вырос даже в условиях снижения ВВП. Цель получения спекулятивной прибыли в итоге была достигнута не за счет роста котировок, а посредством агрессивной дивидендной политики.

Для рассмотрения 2–4-й групп инвесторов необходимо проанализировать представленную ниже таблицу, а также отметить тот факт, что 4 группы частных инвесторов («КЭС Холдинг», ООО «Энергострим», ОАО «Роскоммунэнерго», ООО «Транснефтесервис С») и 3 государственных (ОАО «Русгидро», ГК «Росатом», ОАО «Интер РАО ЕЭС») владеют 37 крупнейшими энергосбытовыми компаниями.

Вторая группа представлена профильными инвесторами, покупка объектов электроэнергетики которыми рассматривалась как стратегическая цель реформирования «РАО ЕЭС России». Приход в отрасль крупнейших европейских энергетических компаний (Enel, Fortum, E.ON), а также формирование профильного российского энергетического бизнеса («КЭС-Холдинг») должны были привести к росту инвестиций, внедре-

нию передовых технологий, повышению качества управления и как результат – росту эффективности в электроэнергетике России. Однако институциональная среда, в рамках которой основные параметры развития постоянно пересматриваются, в совокупности с ростом активности государства на рынке слияния и поглощения, а также в процессах регулирования отрасли не позволили оформить данную тенденцию. Иностранные инвесторы, ожидая высокую доходность, на первом этапе активно участвовали в приобретении активов в производстве электрической энергии, однако риски изменения законодательства существенно ограничили данный процесс.

В энергосбытовом бизнесе доля представителей данной группы инвесторов выше по причине меньшей капитализации данных компаний по сравнению с объектами генерации, а также схожей с деятельностью на финансовых рынках компетенций потенциальных инвесторов. Эффективная энергосбытовая компания – это фирма, в первую очередь способная грамотно управлять финансовыми ресурсами и зарабатывать на этом.

Третья группа инвесторов включает компании, для которых электроэнергетические активы являются звеном в создании добавленной стоимости в рамках основного бизнеса. Скорее всего, доля в акционерном капитале таких компаний будет доведена стратегическим инвестором до 100 %, а по принципу функционирования они будут напоминать независимых производителей. ОАО «Лукойл», консолидировав активы ОАО «ТГК-8», провел делистинг данной компании. Похожая ситуация может сложиться с ОАО «ТГК-12» и ОАО «ТГК-13». Группы «Синтез» и «Онексим» в настоящее время ведут работу по поиску стратегического инвестора; с большей

Структура собственности в электроэнергетике России\*

Наименование	Производство э/э, млн кВт. ч.	Группа 2		Группа 3		Группа 4	
		КП	БП	КП	БП	КП	БП
ОАО «ТГК-1», ОАО «ТГК-5», ОАО «ТГК-6», ОАО «ТГК-7»	74 442		+				+
ОАО «ТГК-2», ОАО «Квадра», ООО «ЮГК ТГК-8», ОАО «ТГК-12»	75 032			+			
ОАО «ТГК-3», ОАО «ОГК-1», ОАО «ОГК-6»	137 653					+	+
ОАО «ТГК-9», ОАО «ОГК-4», ОАО «ОГК-5»	70 261	+					
ОАО «ТГК-10», ОАО «ТГК-11», ОАО «ТГК-14», ОАО «ОГК-2», ОАО «ОГК-3», ОАО «Русгидро», ГК «Росатом»	349 380					+	
ОАО «ОГК-5»	45 145	+					+
ОАО «ФСК»						+	
ОАО «Холдинг МРСК»						+	
ОАО «МОЭСК»						+	

\* Таблица составлена нами на основе систематизации официальных публикаций, годовых и квартальных отчетов представленных в таблице фирм.

долей вероятности можно ожидать продажу контрольных пакетов принадлежащих им компаний. Ситуация в энергосбытовом бизнесе аналогичная.

Четвертая группа инвесторов представлена государственными компаниями. Стоит отметить, что в последнее время представители данной группы стали основными участниками инвестиционного процесса в отрасли. Структура доминирования данной группы инвесторов в активах электроэнергетики сложилась в 2010–2011 годах.

Государство осознало, что в условиях фактического отсутствия координирующего центра и рассредоточения регулирующих функций между Министерством энергетики РФ, ФСТ РФ и ФАС РФ, для которых электроэнергетика является лишь одним из направлений деятельности, необходимо расширение своих полномочий за счет приобретения агентами (подконтрольными государству компаниями) активов в электроэнергетике. Фактическая неспособность некоммерческих партнерств осуществлять возложенные на них регулирующие функции привела к необходимости вмешательства государства.

Среди агентов особо стоит отметить ОАО «Интер РАО ЕЭС» и ОАО «Газпром», механизм реализации которыми задач по консолидации активов различен. ОАО «Интер РАО ЕЭС» расширяет свой бизнес за счет обмена собственных активов на контрольные и блокирующие пакеты в энергетических компаниях. При этом источником средств выступают средства от дополнительной эмиссии акций, которые выкупает государство. В итоге энергохолдинг постоянно наращивает масштаб своего бизнеса, не заботясь об эффективности, поскольку акционеры в лице государства этого сейчас от компании и не требуют. Контрольный пакет ОАО «Интер РАО ЕЭС» опосредованно принадлежит государству, при этом по причине обмена активами в акционерном капитале компании присутствуют множество миноритарных акционеров [3].

ОАО «Газпром» (посредством подконтрольного ему ОАО «Газпромэнерго») подходит к приобретению активов более рационально. Объекты электроэнергетики при этом становятся инструментом повышения добавленной стоимости конечной продукции. Приобретения осуществляются за счет собственных и заемных средств.

Активная деятельность представленных выше агентов привела к тому, что к середине 2011 года государство через подконтрольных ему агентов стало владеть основными электроэнергетическими активами в производстве, передаче и распределении электрической энергии, причем его доля в структуре акционерного капитала энергокомпаний в основном превышает 50 %.

Однако укрупнение энергетических компаний государства, с одной стороны, противоречит сути реформы электроэнергетики, с другой – стал-

кивается с противоположно направленным действием регулирующего органа государства – Федеральной антимонопольной службы РФ.

Если до 2011 года агентам государства удавалось обходить предъявляемые Федеральной антимонопольной службой требования, когда сделки одобрялись при выполнении предписаний регулирующего органа<sup>2</sup>, то после того как была заблокирована попытка приобретения ОАО «Интер РАО ЕЭС» 75 % акций ОАО «Квадра», ситуация изменилась. По мнению регулирующего органа, подобные сделки ведут к ограничению конкуренции на оптовом рынке электроэнергии.

Конфликт интересов агентов государства, пред следующих разнонаправленные цели, в данном случае и в дальнейшем может быть разрешен двумя способами: во-первых, за счет определения центрального из данной пары агента, во-вторых, за счет изменения целей или подходов достижения обозначенных принципом (государством) целей. Примером первого способа может стать определение ОАО «Интер РАО ЕЭС» или ОАО «Газпромэнерго» в качестве центрального агента, результатом чего будет изменение нормативно-правовых актов, а именно Федерального закона от 26.06.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции» в части внесения изменений в отношении электроэнергетики.

По нашему мнению, данный способ разрешения конфликта не должен применяться в современных условиях, так как государство в этом случае фактически признает провал реформы электроэнергетики. При этом воссоздание отрасли с приходом в точку начала отсчета реформы будет сопряжено с колоссальными издержками.

Представляется, что должен быть предложен иной способ разрешения конфликта, а именно изменение стимулов государственных компаний в части сделок слияния и поглощения на фондовом рынке в отношении активов электроэнергетики. Современное состояние должно стать отправной точкой для государства по формированию наиболее эффективной формы хозяйствования – перекрестного владения государственных и частных компаний по принципу альянса со владельцем. Государственный контроль, реализуемый через множество его агентов, делает бизнес в целом более устойчивым. Множественность агентов контроля вносит элемент конкуренции и делает контроль более эффективным. Личные и государственные империи, живущие по принципу «только контрольный пакет имеет значение», должны трансформироваться в компании с несколькими влиятельными акционерами. Стоит отметить, что подобные процессы в последние годы превалируют и в крупном российском бизнесе [6].

Формирование подобной структуры, на наш взгляд, должно привести к следующим положительным моментам.

1. Повышение качества и результативности лоббирования. Качество лоббирования в данной структуре собственности и институциональном устройстве выше, поскольку оно позволяет учитывать интересы всех заинтересованных сторон, в том числе и потребителей, так как собственники объектов электроэнергетики в большинстве своем напрямую или опосредованно являются потребителями электрической энергии. Лоббирование будет носить сдержанный характер, исходя из баланса интересов и эффективного компромисса, а не с целью реализации единственной цели – роста прибыли предприятий электроэнергетики.
2. Рост доверия в экономике в целом со стороны отечественных и иностранных инвесторов. Переплетение капиталов государства и частного бизнеса помимо прочего ведет к улучшению инвестиционного климата, так как государство в меньшей степени может оказывать давление на одного из участников цепочки. При этом рейдерский захват активов становится в принципе невозможным. Практически невозможной становится национализация, так как при переплетении разных активов это сопряжено с очень большими издержками.
3. Формирование рыночных цен на акции энергетических компаний. Государство становится полноправным участником сделок слияния и поглощения, приобретая активы по рыночной стоимости, так как контрольный пакет существенно дороже блокирующего и тем более миноритарного. В отличие от политики ОАО «Интер РАО ЕЭС», когда продавец контрольного пакета, понимая, что государство несмотря ни на что приобретет необходимые ему активы, продаёт его с существенной премией к рыночной стоимости, цены будут устанавливаться на основании спроса и предложения. При этом возможность сохранения контроля государства над необходимыми активами будет достигнута с меньшими издержками.
4. Возможность перекладывания части социальных и экономических обязательств на крупный бизнес в условиях снижения ВВП. При кризисных явлениях государство должно помогать в первую очередь наиболее заинтересованным в этом экономическим субъектам. При наличии контрольного пакета у государства цель трансформируется, так как в первую очередь становится необходимой помочь своим. При ассоциированной форме крупный бизнес наравне с государством становится субъектом, реализующим антикризисные меры.
5. Минимизация издержек функционирования треугольника «собственность – контроль – управление» в виде снижения агентских затрат при практическом исчезновении вероятности недружественного поглощения.

#### ПРИМЕЧАНИЯ

- <sup>1</sup> В рамках данной работы будут рассмотрены инвесторы с блокирующими (БП) и контрольными пакетами (КП); рассмотрение миноритарных акционеров в рамках заявленной темы не представляется целесообразным.
- <sup>2</sup> Например, приобретение ОАО «Интер РАО ЕЭС» ОАО «Петербургская энергосбытовая компания» было одобрено с условием выполнения требований предписания на 5 лет.

#### ИСТОЧНИК

1. Федеральный закон от 26.06.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции».

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

2. Аузан А. А. Институциональная экономика. М.: ИНФРА-М, 2011. 447 с.
3. Гришковец Е. «Интер РАО» не вытеснило частных инвесторов // Коммерсантъ. 2011. № 91.
4. История значений индекса по дням. Биржа RTS. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.rts.ru/ru/index/stat/dailyhistory.html?code=RTSI>
5. Паппэ Я., Антоненко Н. Магнаты строят сети // Эксперт. 2010. № 40.
6. Паппэ Я., Антоненко Н. О новых конфигурациях собственников в российском крупном бизнесе // Вопросы экономики. 2011. № 6. С. 34–40.
7. Просянкин Д. Конкуренция на розничных рынках электроэнергии: вчера, сегодня, завтра // Энергорынок. 2010. № 10. С. 21–23.
8. Тукенов А. А. Рынок электроэнергии: от монополии к конкуренции. М.: Энергоатомиздат, 2007. 416 с.
9. Хайтун А. Д. Проблемы модернизации // Независимая газета. 2011. № 5. С. 12–15.
10. Целевая модель рынка: новый взгляд // Энергорынок. 2011. № 4. С. 10–18.
11. Энергосбытовые компании – основные недооцененные энергетические активы. Ланта Банк [Электронный ресурс]. Режим доступа: [http://www.lanta.ru/private/Sbyty\\_Lanta-Bank.pdf](http://www.lanta.ru/private/Sbyty_Lanta-Bank.pdf)