

# ПЕРСПЕКТИВЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННОГО КАПИТАЛА В РОССИЙСКИЙ ЭЛЕКТРОСЕТЕВОЙ КОМПЛЕКС

*Н.Н. Швец, Д.Л. Валькова*

---

Московский государственный институт международных отношений (университет)  
МИД России. Россия, 119454, Москва, пр. Вернадского, 76.

Одной из основных задач реформы российской электроэнергетики являлось привлечение дополнительных внешних инвестиций в отрасль для обновления инфраструктуры, износ которой на данный момент составляет порядка 70%. Действующая Стратегия развития электросетевого комплекса разрешает продажу отдельных компаний, в том числе иностранным инвесторам. При этом предполагается, что результатом привлечения иностранных инвесторов станет не только дополнительный приток капитальных вложений, но и освоение иностранного опыта управления электросетевым хозяйством. Вместе с тем, существует ряд объективных факторов, препятствующих приватизации электросетевых компаний на оптимальных условиях. Наибольшую обеспокоенность потенциальных инвесторов вызывают отсутствие прозрачного регулирования и определённости в перспективах развития отрасли. В особенности это касается системы тарифообразования, которая неоднократно корректировалась в течение последних лет. Одной из причин такого подхода государства является необходимость поддержки прочих отраслей экономики, что зачастую происходит за счёт электроэнергетического комплекса. Эскалация геополитической напряжённости в связи с конфликтом на Украине и принятие санкций в отношении России со стороны стран Запада усложняют ситуацию. Эти факторы приводят к снижению стоимости и неопределённости перспектив развития электросетевых компаний, что делает приватизацию непривлекательной для потенциальных инвесторов и невыгодной для собственника. Необходимым условием успешного привлечения иностранного капитала является прозрачное регулирование и ценообразование на услуги электросетевых компаний, а также повышение инвестиционной привлекательности страны в целом. Именно такая стратегия может стать ключевой предпосылкой для роста стоимости электросетевых компаний, что делает их продажу экономически целесообразной и повышает привлекательность для потенциальных инвесторов.

**Ключевые слова:** приватизация, электроэнергетика, электросетевой комплекс, инвестиции, иностранный капитал.

Электроэнергетика и электросетевой комплекс России является одним из основных элементов экономики, а также необходимым условием для успешного существования и развития всех отраслей без исключения, поддержания и повышения уровня жизни населения. Вместе с тем, на сегодняшний день общий износ распределительных электрических сетей России достиг 70%, а износ магистральных электросетей под управлением ОАО «ФСК» составляет порядка 50%, что гораздо выше, чем в странах со сравнимым сетевым хозяйством, где этот показатель находится на уровне 27–44% [1].

Сложившаяся ситуация свидетельствует о необходимости привлечения значительных инвестиций в среднесрочной перспективе для поддержания функционирования электросетей и обеспечения энергетической безопасности. Так, оценочный уровень капитальных вложений ОАО «ФСК» в 2014–2017 гг. составлял порядка 620 млрд руб., ОАО «Россети» – около 553 млрд руб. до корректировок в связи с «заморозкой» тарифов осенью 2013 г. [2] В то же время, как отмечается в Стратегии развития электросетевого комплекса РФ, повышение тарифов как инструмент финансирования инвестиционной программы себя практически исчерпал, поскольку «стоимость электроэнергии для конечных потребителей приближается к стоимости перехода на собственную генерацию» [1].

Основной задачей данной работы является оценка перспектив привлечения иностранного капитала в отрасль посредством приватизации отдельных электросетевых активов с учётом анализа зарубежного опыта и особенностей электросетевого комплекса России.

В настоящий момент в структуре финансирования компаний электросетевого комплекса значительная часть приходится на те или иные формы государственных вливаний (взносы в уставный капитал, займы, кредиты от государственных банков, субсидии и т.д.). Кроме того, по состоянию на начало 2014 г., предварительное одобрение на финансирование из Фонда Национального Благосостояния получили проекты ОАО «Российские сети» на общую сумму порядка 79 млрд руб.

Вместе с тем, такая ситуация не может иметь долгосрочный характер с учётом основных принципов государственной стратегии развития электросетевого комплекса, а именно намерений по привлечению внешних инвестиций в отрасль, обеспечению её привлекательности через адекватный уровень возврата на капитал [1].

Привлечение капитала в сектор являлось одной из первоначальных целей реформы электроэнергетики, а в текущей редакции Стратегии развития электросетевого комплекса имеются чётко обозначенные планы по приватизации электросетевых компаний в самой ближайшей перспективе: программа привлечения частных инвестиций должна была быть сформулирована к декабрю 2013 г. [1]

Безусловно, речь не идёт о передаче контроля над сектором в частные руки, а лишь о продаже отдельных электросетевых компаний. Основными целями выборочной приватизации активов электросетевого комплекса, помимо привлечения инвестиций, являются повышение эффективности работы распределительных компаний с операционной и финансовой точек зрения, а также получение управленческого опыта от зарубежных партнёров. Вместе с тем, несмотря на вполне понятные цели, а также утверждённую правительством стратегию отрасли, подразумевающую приватизацию, существует ряд объективных проблем, препятствующих реализации намеченных планов.

По мнению потенциальных инвесторов и рейтинговых агентств, ключевым риском для российских электросетевых компаний является риск регулирования. В последние годы в отрасли постоянно происходят изменения, ответственные органы не могут дать чёткого ответа в отношении долгосрочных правил установления тарифов, в том числе и для электросетевых компаний. Как сами тарифы, так и их компоненты неоднократно пересматривались, а интеграция инвестиционной составляющей не всегда была прозрачна, что не позволяет потенциальным инвесторам определить уровень возврата на капитал в сколько-нибудь долгосрочной перспективе.

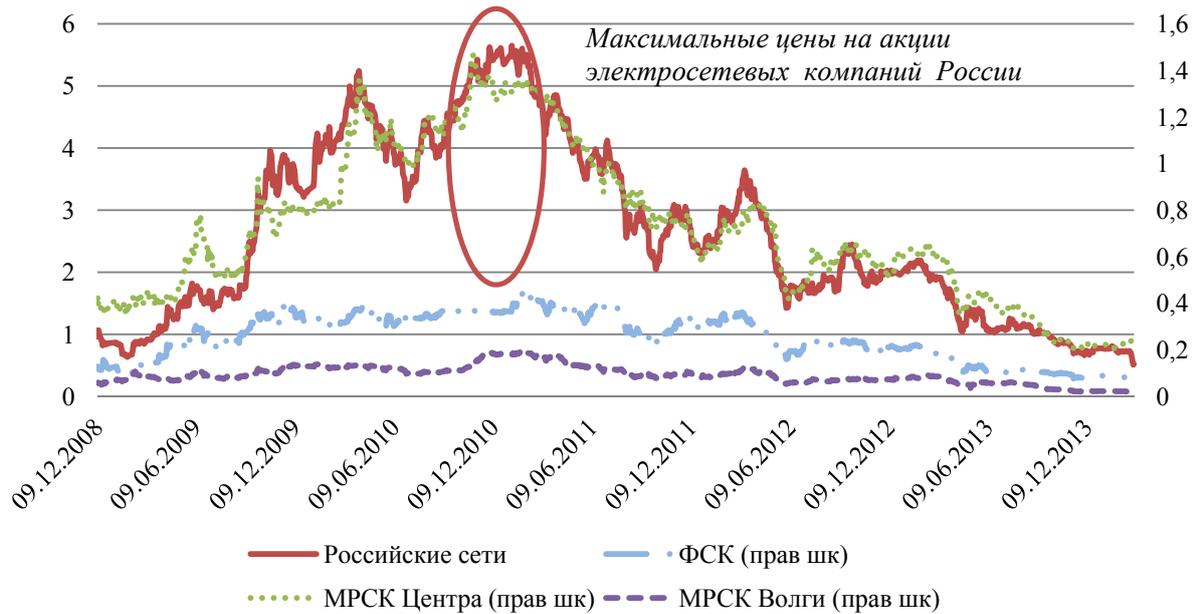
Так, начиная с 2008 г. электросетевые компании России начали переход на новый метод формирования тарифа – RAB регулирование. Основная цель смены системы формирования тарифов – обеспечить возможность долгосрочных инвестиций в отрасль, чего нельзя было достичь при ежегодном согласовании тарифов по методу «затраты плюс». Система RAB хорошо зарекомендовала себя во многих западных странах и, в частности, в Великобритании, где вскоре после её внедрения наблюдалось даже определённое снижение тарифов с поправкой на инфляцию.

Дело в том, что механизм устроен таким образом, что, с одной стороны, в модель RAB уже заложен определённый доход на вложенные средства, что даёт инвесторам определённый комфорт, а с другой стороны, у компаний имеется возможность привлекать дополнительные заёмные ресурсы, превышающие номинальный объём тарифных поступлений.

То есть при сравнительно низком росте тарифа электросетевые компании получают возможность реализации масштабных инвестиционных программ, что в результате приводит к повышению операционной эффективности. RAB также предусматривает механизм стимулирования издержек электросетевых компаний.

Однако при внедрении системы в России возникли значительные трудности, связанные в большой степени с незапланированно высокими темпами роста тарифов. Сформировавшиеся уровни оплаты услуг электросетевых компаний по новой системе превышали, по мнению регу-

## Динамика цен на акции российских электросетевых компаний, руб.



Источник: ММВБ, Bloomberg

лирующих органов, пороговые значения, комфортные для функционирования российской экономики.

В результате произошла так называемая «перезагрузка», в результате которой тарифы были пересмотрены в сторону снижения, следствием чего стало сокращение объемов капитальных вложений электросетевых компаний. Министерство экономического развития установило индексы, выше которых тарифы подниматься не могут. Инвесторы незамедлительно отреагировали на изменения – акции российских электросетевых компаний продемонстрировали рекордное падение.

К настоящему моменту большинство российских электросетевых компаний перешли на метод RAB в части тарифообразования. Однако регулирующие органы с определенной периодичностью изменяют основные параметры в зависимости от макроэкономической ситуации.

Так, в сентябре 2013 г. был ограничен рост тарифов ОАО «Федеральная сетевая компания» для промышленных потребителей (0% прирост с 01.07.14), что послужило причиной сокращения инвестиционной программы компании (по состоянию на начало 2014 г., окончательный размер корректировки капитальных вложений обсуждается). Параметры RAB также подлежат пересмотру, что способствует росту неопределенности и ухудшению инвестиционного климата в отрасли.

Сложившаяся ситуация во многом определяет и особенности финансирования отрасли. В отличие от крупных европейских инфраструктурных корпораций, таких как *Fortum*, *E.On*, *Enel* и др., российские электросетевые компании имеют довольно низкий уровень долга в структуре капитала, несмотря на большие потребности во внешнем финансировании.

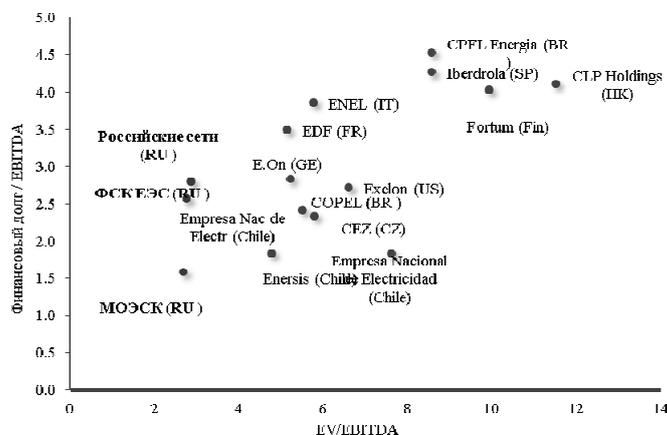
Отчасти причинами этого, помимо довольно высокого уровня кредитного риска, связанного с неопределенностью регулирования отрасли, являются и особенности внутреннего рынка долгового капитала. В России средний срок как банковского кредитования, так и обращения публичных долговых бумаг значительно меньше по сравнению с Западной Европой и тем более США, что приводит к необходимости частого рефинансирования и отсутствию четкой долгосрочной финансовой политики, понятной потенциальным инвесторам.

Это, в свою очередь, добавляет некоторую долю неопределенности в прогнозировании стоимости капитала российских электросетевых компаний, что также не способствует повышению их оценки рынком. Зачастую выходом является предоставление финансирования от основного собственника – государства – в виде взносов в уставный капитал, субсидий и т.д. Вместе с тем, такое положение дел также противоречит заявленной Правительством стратегии, направленной на привлечение внешних инвестиций в отрасль.

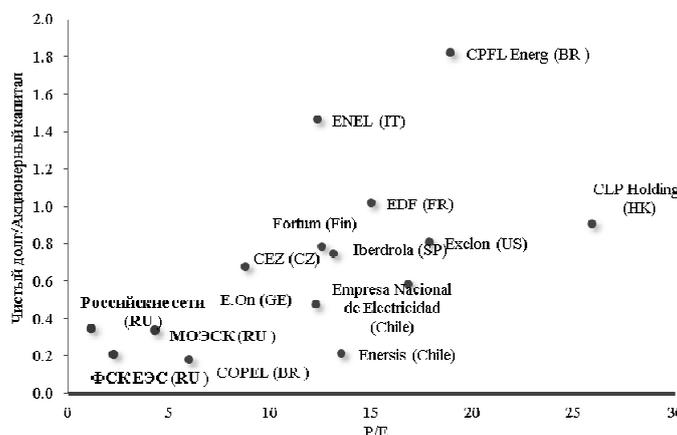
В настоящий момент действия основного собственника электросетевых компаний России несколько разнонаправлены. С одной стороны, Министерством энергетики было заявлено о планах по приватизации ДЗО ОАО «Российские сети» в ближайшей перспективе, с другой – изменения в регулировании отрасли способствуют снижению цен на акции компаний ввиду постоянных корректировок курса, в частности, в тарифном регулировании, что делает возможную продажу акций нелогичной. В целях оценки возможности преодоления сложившегося противоречия уместно проанализировать историю приватизации электросетевых компаний за рубежом.

Сопоставление долговой нагрузки российских компаний электросетевого комплекса и оценки стоимости инвесторами

Соотношение коэффициентов Финансовый долг / EBITDA и EV/EBITDA



Соотношение коэффициентов Чистый долг/Акционерный капитал и P/E



Источник: Sberbank CIB, Bloomberg.

Несмотря на специфику отрасли, мировой опыт свидетельствует о возможности успешной продажи компаний электросетевого комплекса частным инвесторам. Так, в 2011–2012 гг. компания *Vattenfall*, которой на 100% владеет правительство Швеции, продала ряд активов, в том числе электросети в Финляндии, электросетевую и сбытовую компанию в Польше, а также распределительные сети в Гамбурге.

Примечательно, что покупателем активов в Финляндии стал консорциум инвесторов, включающий, *3i Infrastructure*, *3i Group*, *GS Infrastructure Partners* и пенсионный фонд (*Ilmarinen Mutual Pension Insurance Co.*). Сумма сделки составила 1,5 млрд евро [3], оценка, по расчётам аналитического департамента *Sberbank CIB*, достигла 11,0 EV/EBITDA [4].

Интересна также другая сделка по продаже электросетевых активов компанией *Fortum*, 50,76% акций которой принадлежат финскому правительству. Соглашение о продаже компании *Suomi Power Networks Oy* консорциуму пенсионных фондов *Keva* (12,5%) и *Local Tapiola Pension* (7,5%), а также международным инвесторам *First State Investments*

(40%) и *Borealis Infrastructure* (40%) [5] за 2,55 млрд евро было достигнуто в декабре 2013 г. Индикативная оценка активов составила порядка 16,0 CIB EV/EBITDA [4].

Как видно из приведённых примеров, вполне возможно создание среды для развития электросетевого комплекса, который является не только частью необходимой для жизнедеятельности инфраструктуры, но и успешным бизнесом, приносящим дополнительную стоимость акционерам. Присутствие среди покупателей доли электросетевых активов пенсионных фондов и стратегических инвесторов говорит о возможности долгосрочного прогнозирования развития отрасли, в основе которого лежит прозрачная система регулирования, обеспечивающая инвестиционную привлекательность компаний.

В целом, электросетевой комплекс Финляндии отличается гибкой и прозрачной системой регулирования. Одной из особенностей является возможность компаний неоднократно корректировать тарифы в течение одного года, сообщая об этом потребителям не позднее, чем за 30 дней. Кроме того, ещё одной отличительной чертой

отрасли является независимость регулятора, что закреплено в законодательстве. Компании также в определённой мере застрахованы от негативных изменений на финансовых рынках, поскольку имеют возможность заложить доходность по государственным облигациям в расчётную стоимость фондирования и учесть, таким образом, эти затраты в тарифе. И наконец, у участников отрасли имеется реальная возможность апелляции к регулирующим органам в случае негативных изменений законодательства [6].

Все перечисленные факторы способствуют возможности долгосрочного прогнозирования развития электросетевых компаний Финляндии, что повышает их стоимость в глазах инвесторов и даёт возможность привлечения капитала в отрасль.

С учётом российской специфики и международного опыта, очевидно, что ключевым условием повышения стоимости российских компаний электросетевого комплекса является, в первую очередь, стабилизация регулирования отрасли и повышение инвестиционной привлекательности страны в целом. В настоящее же время ситуация осложняется ещё и эскалацией геополитической напряженности на фоне конфликта в Украине и соответствующей негативной реакцией потенциальных инвесторов.

Реализовывать планы по продаже отдельных ДЗО ОАО «Российские сети» имеет смысл только после проработки долгосрочной стратегии тарифного регулирования, разрешения проблемы перекрёстного субсидирования (механизм «последний мили»). В этом случае возможно эффективное привлечение долгосрочных стратегических инвесторов, не только с точки зрения достижения адекватной оценки приватизируемых активов, но и получения иностранного опыта и дополнительных знаний в области управления электросетевым хозяйством.

Вместе с тем, это комплексная задача, которая не может быть решена отдельно от реализации политики государства по развитию экономики в целом. В настоящее время, очевидно, безусловным приоритетом является поддержка прочих отраслей промышленности, в том числе, и за счёт снижения тарифов на электроэнергию, что отодвигает перспективы привлечения частных инвесторов в электросетевой комплекс.

Нужно также отметить значимость инвестирования полученных от планируемой приватизации средств в сектор. Только при таком сценарии продажа электросетевых компаний в совокупности с привлечением стратегических долгосрочных инвесторов будет способствовать устойчивому развитию отрасли в целом.

#### Список литературы

1. Акт правительства Российской Федерации «Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации» от 3 апреля 2013 г. № 511-р // Российская газета. 2013 г. № 14. Ст. 1738 с изм. и допол. в ред. от 08.04.2013.
2. Долгосрочная инвестиционная программа // <http://www.rosseti.ru/investment/dzo/long/> (дата обращения: 2014-11-20). Инвестиционная программа на 2013–2017 гг. // [http://www.fsk-ees.ru/investments/the\\_three\\_year\\_investment\\_program](http://www.fsk-ees.ru/investments/the_three_year_investment_program) (дата обращения: 2014.11.20).
3. Vattenfall sells electricity distribution and district heating businesses in Finland to Lakeside Network Investments consortium (press-release) // <http://corporate.vattenfall.com/news-and-media/press-releases/press-releases-import/vattenfall-sells-electricity-distribution-and-district-heating-businesses-in-finland-to-lakeside-network-investments-consortium> (дата обращения: 2014.02.20).
4. Kotikov A., Trufanov A. MRSKs and FGC MRSKs at 5y Lows, While Privatizations Are Looming // Sberbank CIB research, 2014.
5. Fortum sells its electricity distribution business in Finland to Suomi Power Networks for a total consideration of EUR 2,55 billion // <http://www.fortum.com/en/mediaroom/Pages/fortum-sells-its-electricity-distribution-business-in-finland-to-suomi-power-networks-for-a-total-consideration-of.aspx> (дата обращения: 23.02.2014).
6. Горин С. Инфраструктурные компании: основные факторы кредитных рейтингов // Конференция CBonds. СПб.: 2013.
7. Закон Российской Федерации «Об электроэнергетике» от 26 марта 2003 г. N 35-ФЗ. 2003 г. // Российская газета № 60 . Ст. 3174 с изм. и допол. в ред. от 01.04.2003 г.

#### Об авторах

**Швец Николай Николаевич** – д.э.н., заведующий кафедрой «Экономика и управление в электроэнергетике» МИЭП МГИМО(У) МИД России. E-mail: [electro@inno.mgimo.ru](mailto:electro@inno.mgimo.ru)

**Валькова Дарья Леонидовна** – аспирант кафедры «Экономика и управление в электроэнергетике» МИЭП МГИМО(У) МИД России. E-mail: [daria\\_valkova@sberbank-cib.ru](mailto:daria_valkova@sberbank-cib.ru)

## PROSPECTS OF FOREIGN CAPITAL RAISING FOR RUSSIAN POWER GRID COMPANIES

*N.N. Shvets, D.L.Val'kova*

Moscow State Institute of International Relations (University), 76 Prospect Vernadskogo, Moscow, 119454, Russia.

**Abstract:** *The power sector reform in Russia saw capital raising as one of the key objectives. Additional investments are necessary, in particular, for renovation of fixed assets which are ca. 70% worn out. The official Strategy for the development of the Russian power grid also provides for privatization of certain companies and foreign investors are considered among others as the target audience. Upon prospective privatization the sector is expected not only to experience a certain increase in capital expenditures, but also to benefit from foreign expertise and efficiency enhancement. At the moment, however, the privatization plans are hard to implement due to a number of obstacles. Prospective investors are mostly concerned about the lack of transparent regulation and clear development strategy of the industry. This is particularly relevant to the tariff system, which has been continuously altered in recent years. This might be explained by the need of the state support by other sectors, which is often provided at the expense of the power industry. Furthermore, the prospects of foreign capital raising are negatively influenced by the conflict in Ukraine and the corresponding negative perception of potential investors. The above factors result in the decrease in value of power grid companies as well as in the lack of visibility regarding the prospects of the sector development. Privatization thus becomes unreasonable both for the state and prospective investors.*

*At the same time, despite the sector specifics, there are precedents of successful sale of power grid assets to private investors by international peers. Particularly, Vattenfall and Forum have recently closed relevant transactions, nothing to say about the power grid sector of Brazil, majorly controlled by private owners. Transparent regulation, clear pricing rules and well-balanced economic policy are, indeed, indispensable prerequisites for successful privatization. Those might back up a prospective increase in value of power grid companies, which will make the sale of those economically reasonable as well as enhance the business attractiveness for target investors.*

**Key words:** Privatization, power industry, power grids, investments, foreign capital.

### References

1. State act of the Russian Federation "Strateghiya razvitiya elektrosetevogo kompleksa Rossiyskoi Federacii" [Strategy for Development of the Power Grid Sector of the Russian Federation] dated April 3, 2013. № 511-p // Rossiyskaya Gazeta. 2013 № 14. Art. 1738, edited Apr 4 2013. (in Russian)
2. Long-term investment program of Rosseti. Available at <http://www.rosseti.ru/investment/dzo/long/> (accessed at Feb 20, 2014). 2013-2017 investment program of FGC. Available at: [http://www.fsk-ees.ru/investments/the\\_three\\_year\\_investment\\_program/](http://www.fsk-ees.ru/investments/the_three_year_investment_program/) (accessed at: Feb 20, 2014).
3. Vattenfall sells electricity distribution and district heating businesses in Finland to Lakeside Network Investments consortium (press-release). Available at: <http://corporate.vattenfall.com/news-and-media/press-releases/press-releases-import/vattenfall-sells-electricity-distribution-and-district-heating-businesses-in-finland-to-lakeside-network-investments-consortium/> (accessed at: Feb 20, 2014).
4. Kotikov A., Trufanov A. MRSKs and FGC MRSKs at 5y Lows, While Privatizations Are Looming // Sberbank CIB research, 2014. (in Russian)
5. Fortum sells its electricity distribution business in Finland to Suomi Power Networks for a total consideration of EUR 2.55 billion. Available at: <http://www.fortum.com/en/mediaroom/Pages/fortum-sells-its-electricity-distribution-business-in-finland-to-suomi-power-networks-for-a-total-consideration-of.aspx> (accessed at: Feb 23, 2014).
6. Gorin S. Infrastrukturnye kompanii: osnovnye faktory kreditnyh reitingov [Infrastructure Companies: Key Factors for Credit Ratings] // Konferencija CBonds [Cbonds Conference]. SPb., 2013. (in Russian)
7. Federal law of the Russian Federation "Ob elektroenergetike" [About the Power Sector] dated March 26, 2003 N 35-FZ. 2003 // Rossiyskaya Gazeta № 60 . Art. 3174 edited Apr 4, 2003. (in Russian)

### About the authors

**N.N. Shvets** – Doctor in Economics, head of the department of Economy and management in electricity sector, MIEP MGIMO(U) MID RF. E-mail: [electro@inno.mgimo.ru](mailto:electro@inno.mgimo.ru).

**D.L. Val'kova** – postgraduate at the department of Economy and management in electricity sector, MIEP MGIMO(U) MID RF. E-mail: [daria\\_valkova@sberbank-cib.ru](mailto:daria_valkova@sberbank-cib.ru)