

# ОЦЕНКА РИСКОВ ЭЛЕКТРОСЕТЕВЫХ КОМПАНИЙ РОССИИ ИНОСТРАННЫМИ ИНВЕСТОРАМИ

*Д.Л. Валькова*

---

«Sberbank SIB» Корпоративно-инвестиционный бизнес Сбербанка России.  
125009. Москва, Романов пер., 4.

---

*Целью статьи является анализ воздействия текущего кризиса на оценку иностранными инвесторами электросетевых компаний России, а также перспектив привлечения иностранного капитала в отрасль.*

*Сложившаяся в экономике ситуация привела к существенному снижению инвестиционной привлекательности России и обострила специфические для электросетевого комплекса проблемы.*

*Увеличение инфляции, девальвация национальной валюты, сокращение ВВП, снижение потребления электроэнергии, кризис банковской системы являются проявлением кризиса на макроэкономическом уровне и отрицательным образом сказываются на инвестиционном профиле страны. Это влечёт увеличение премии за риск при вложении капитала иностранными инвесторами в российские активы вне зависимости от отраслевой принадлежности. Одновременно обострились и такие проблемы электросетевого комплекса, как недостатки и неопределённость регулирования, в котором происходят постоянные изменения, проблемы неплатежей, ограниченное использование современных технологий. Это не могло не оказать влияния на настроения инвестиционного сообщества.*

*Для повышения оценки инвестиционного профиля страны необходим комплексный подход, который будет определяться общей направленностью экономического развития и положением России на международной арене. Особая роль отводится единой стратегии и синхронизированности действий правительства и ведомств.*

*Что касается факторов, специфических для электросетевого комплекса, то, по мнению экспертов и ключевых участников рынка, основной предпосылкой для качественного улучшения ситуации может стать прозрачная и сбалансированная система долгосрочного тарифообразования.*

*Таким образом, статья рассматривает изменение восприятия иностранными инвесторами перспектив капиталовложений в электросетевой комплекс России, а также возможные последствия для развития сектора.*

---

**Ключевые слова:** электроэнергетика, электросетевой комплекс, инвестиции, кризис, финансирование.

---

В статье рассматривается влияние кризиса 2014-2016 гг. на оценку иностранными инвесторами электросетевого комплекса России.

В научной литературе довольно широко освещён вопрос привлечения зарубежных инвестиций в российскую экономику в период 2010-2016 гг. такими авторами, как И.В. Данилин, Э.Г. Соловьёв, А.К. Ильин, А.Е. Дворецкая, С.В. Каледин.

Проблемы электросетевого комплекса, финансирование программ капитальных вложений, в том числе, также неоднократно становились предметом обсуждения специалистов. В частности, работы Н.Васильевой, Р.Непал, Н.Черненко освещают такие вопросы, как реформирование отрасли и связанные с ним проблемы, регулирование электросетевого комплекса, финансирование отрасли.

Вместе с тем непосредственное влияние текущей ситуации на финансирование электросетевых компаний иностранными инвесторами детально не рассматривалась. Данный вопрос представляет особый интерес, поскольку до начала 2014 г. отрасль представляла одно из перспективных направлений для вложения денежных средств из-за рубежа, особенно с учётом практики финансирования электросетевого комплекса частными инвесторами в странах Европы и Латинской Америки.

Основной целью исследования стал анализ воздействия сложившейся ситуации с точки зрения перспектив привлечения финансирования в отрасль, а также выработка рекомендаций по минимизации негативного влияния последствий кризиса на приток иностранного капитала в электросетевые компании.

Период 2014–2016 гг. стал непростым и для отдельных отраслей, и для российской экономики в целом. Причиной негативной динамики стал целый ряд факторов: эскалация общей геополитической напряжённости и конфликта на Украине в частности, введение экономических санкций странами Европы и США, снижение цен на нефть, девальвация национальной валюты. Обесценение рубля произошло из-за возросших политических рисков, а также из-за неблагоприятной конъюнктуры сырьевых рынков. Попытка ЦБ выровнять ситуацию на финансовом рынке и повышение ключевой ставки привело к дополнительному давлению на бизнес и производственный сектор. Как следствие, в 2015–2016 гг. наблюдался существенный отток иностранного капитала, составивший более 200 млрд долл. США.

Всё это в совокупности не могло не сказаться отрицательным образом на отдельных отраслях и на экономике в целом. По данным

Росстата, по итогам 2014 г. рост реального ВВП составил лишь 0.5% (1.3% в 2013 г.), инфляция достигла рекордных 11.4% (6.5% в 2013 г.), произошла практически двукратная девальвация рубля – с 33 руб./долл. США в январе 2014 г. до 75 руб./долл. США по состоянию на середину февраля 2016 г. Кроме того, произошло и сокращение международных резервов (с 470 млрд долл. до 368 млрд долл. на конец 2013 г. и 2015 г. соответственно) и инвестиций (-2% в годовом выражении на конец 2014 г.).<sup>1</sup>

Существующие сегодня международные политические конфликты и усиление напряжённости в отношениях с другими странами привели к росту оценки политических рисков Российской Федерации и негативно сказались на инвестиционном климате нашей страны. Это прежде всего отразилось на оценке кредитоспособности РФ международными рейтинговыми агентствами – Standard and Poor's (S&P), Moody's и Fitch. Рейтинги этих организаций служат во всем мире одним из основных индикаторов инвестиционной привлекательности и уровня рисков для инвесторов. Так, S&P в 2014 г. изменило рейтинг РФ с BBB до BBB-, а в январе 2015 г. перевело его в так называемую «неинвестиционную» категорию, понизив до BB+. В начале 2016 г. S&P подтвердили свою оценку, сохранив рейтинг на данном уровне. Агентство Fitch снизило свою оценку на 1 ступень (с BBB до BBB-) в январе 2015 г., Moody's – на 2 ступени в течение 2014 г. (с Baa1 до Baa3 – аналог BBB- S&P), а затем и до Ba1, оставив рейтинг на пересмотре с перспективой дальнейшего понижения.

Кроме того, негативную динамику продемонстрировал и кредитный дефолтный своп (CDS) РФ – один из ключевых индикаторов оценки рисков страны международными инвесторами, отражающий дополнительную премию, которую требует рынок по сравнению с безрисковым активом. Так, с уровня в 146 б.п. в начале 2014 г. 5-летний CDS вырос до 337 б.п. по состоянию на февраль 2016 г.

Данные индикаторы свидетельствуют о явно негативном тренде в восприятии российского риска международным инвестиционным сообществом, который, в частности, нашёл отражение и в оттоке иностранного капитала. По оценкам Центрального Банка России (ЦБ), он составил 151 млрд долл. в 2014 г. и более 50 млрд долл. в 2016 г.<sup>2</sup>

Оценим общий характер влияния изменений оценки инвестиционного климата и политических рисков РФ на показатели электросетевых компаний. Несмотря на то, что в настоящее время вовлечённость иностранных инвесторов в сектор относительно невелика, сложившаяся

<sup>1</sup> Данные Росстата URL: // <http://www.gks.ru/> URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/accounts](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts) (дата проверки: 2015-03-20).

<sup>2</sup> Данные ЦБ РФ URL: <http://www.cbr.ru/> URL: [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/bal\\_of\\_payments\\_est\\_new.htm&pid=svs&sid=itm\\_45297](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/bal_of_payments_est_new.htm&pid=svs&sid=itm_45297) (дата проверки: 2015-03-20).

Рисунок 1.  
Figure 1.



Источник: Bloomberg.  
Source: Bloomberg.

ситуация оказывает как непосредственное, так и косвенное влияние на отрасль.

Неблагоприятная экономическая конъюнктура, возросшие риски и общая неопределённость развития ситуации, прежде всего, отрицательно сказались на стоимости компаний. Если в начале 2014 г. цена акций электросетевых компаний уже находилась на исторически низком уровне из-за очередных неожиданных действий регулятора по ограничению роста тарифов естественных монополий, то во второй половине 2014 г. она продолжила снижение (рис. 1).

Естественно, что в подобных условиях у собственника (в данном случае государства) окончательно исчезли стимулы для того, чтобы предпринимать дальнейшие шаги по продаже доли в дочерних обществах ОАО «Российские сети» частным инвесторам. В то же время, в текущей редакции Стратегии развития электросетевого комплекса РФ привлечение иностранного капитала, а вместе с ним и внедрение передовых иностранных технологий, значит в качестве одной из первоочередных задач.<sup>3</sup>

Ухудшение инвестиционного климата нашло отражение и в настроении потенциальных иностранных инвесторов, которые до 2014 г. проявляли интерес к отрасли. Так, например, в 2012 г. в соответствии с заключенным согла-

шением о сотрудничестве между компанией ERDF и ОАО «Холдинг МРСК», французским партнёрам было передано в управление ОАО «Томская распределительная компания». За два года работы иностранные менеджеры добились положительных результатов: были оптимизированы расходы (8.5% по сравнению с планом), технологические нарушения в сетях сократились на 26%, а потери в сетях – на 2.8%.<sup>4</sup> Кроме того, компания вышла на лидирующие позиции по срокам технологического присоединения. Таким образом, эффект от передачи компании в управление иностранным партнёрам очевиден, несмотря на то, что значительная часть проблем, таких как, к примеру неплатежи, сохраняются и не могут быть решены одной лишь сменой менеджмента.

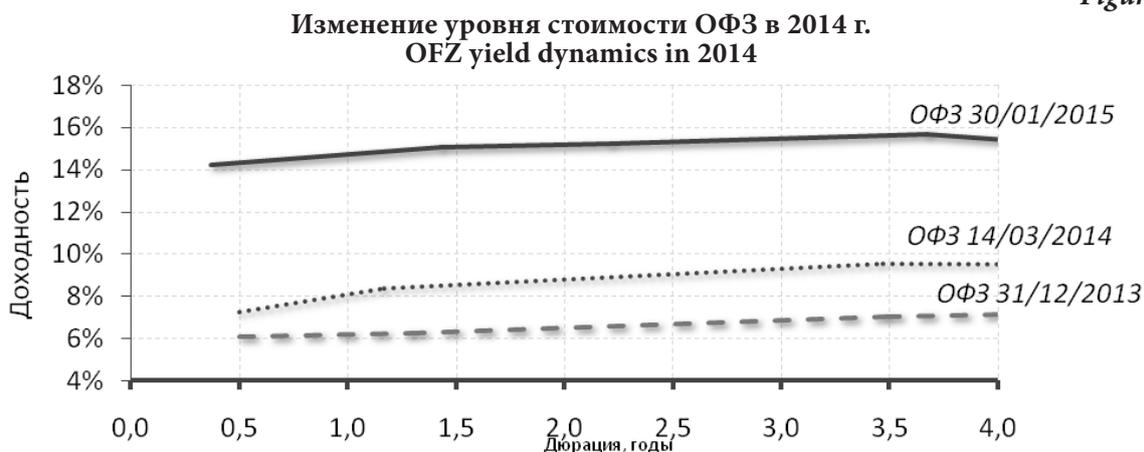
В 2014 г. также шли дискуссии о том, чтобы передать ERDF в управление ещё одну дочернюю компанию ОАО «Российские сети», а именно, «Кубаньэнерго» или МРСК Юга.<sup>5</sup> Однако, в декабре 2014 г. ОАО «Российские сети» вынесло на повестку собрания акционеров вопрос о досрочном прекращении договора с ERDF (который первоначально был заключен до 2019 г.) поскольку услуги управляющей компании стоят довольно дорого, особенно в изменившихся экономических условиях, а перспективы инвестиций с французской стороны в сложившейся ситуации практически отсутствуют. Решением

<sup>3</sup> Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации от 3 апреля 2013 г. № 511-р // Российская газета. 2013 г. № 14.

<sup>4</sup> Годовой отчет ОАО «ТРК» за 2013 г. URL: <http://www.trk.tom.ru/investors/meetings/materials/23062014/2.%20Годовой%20отчет%20за%202013.pdf> (дата проверки: 2015-04-01).

<sup>5</sup> Фомичёва А. Россети забросят французов на юг // Коммерсант. 2014. 12 мар. С. 7.

Рисунок 2.  
Figure 2.



Источник: Московская биржа.  
Source: Moscow exchange.

общего собрания акционеров от 29 июня 2015 г. договор был досрочно расторгнут.<sup>6</sup>

В апреле 2016 г. итальянская Enel объявила о возможном выходе из российских активов: компания рассматривает перспективы продажи принадлежащих ей конденсационных электростанций профильным инвесторам в регионах. Хотя данные активы являются генерирующими, данное решение крупнейшего международного энергетической группы также свидетельствует о негативном настрое иностранных инвесторов в отношении отрасли в целом.

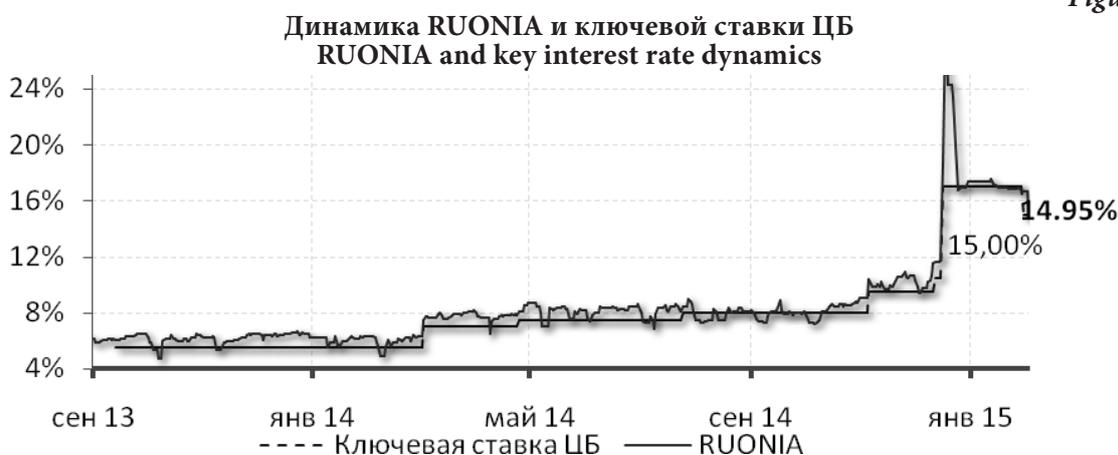
Ухудшение восприятия инвесторами риска российских корпораций и рост девальвационных ожиданий в отношении национальной валюты нашли отражение не только в снижении стоимости акций, но и в изменении оценки долга компаний.

Обострение ситуации на финансовом рынке снизило доступность заёмных средств как на внутреннем, так и на внешнем рынке.

Если говорить о российском банковском секторе, который, помимо ключевого собственника в лице государства, является одним из основных источников заёмных денежных средств через государственные банки для российского электросетевого комплекса, то кризис оказал на него непосредственное влияние.

Из-за обострения внешнеполитической ситуации и ухудшения восприятия иностранными инвесторами заёмщиков из РФ сами российские финансовые организации столкнулись с ограничением фондирования за рубежом – как из-за санкций стран ЕС и США в отношении отдельных имён (ключевыми из которых стали «Сбербанк» и ВТБ), так и на фоне резко возросшей оценки кредитных рисков эмитентов из России, что сделало займы на международных рынках экономически невыгодными. Создавшаяся ситуация и просто неготовность иностранных инвесторов участвовать в размещениях долговых бумаг российских заёмщиков

Рисунок 3.  
Figure 3.



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ.  
Source: Bloomberg, CB R.

<sup>6</sup> Протокол № 16 Годового общего собрания акционеров ОАО «Томская распределительная компания» URL: // <http://trk.tom.ru/upload/iblock/a1b/a1b578f15b7c053e8fbd741c60ee2b24.pdf>

---

## ■ Исследовательские статьи

---

также повлияла на доступность финансирования.

Помимо сложностей с получением средств внутри страны (у банков и на публичном рынке), практически исчезла возможность фондирования за рубежом для российских электросетевых компаний, особенно в рублях.

Так, один из наиболее активных кредиторов российской экономики «Европейский банк реконструкции и развития» (ЕБРР) с середины 2014 г. прекратил выдачу новых кредитов российским компаниям. Это произошло по рекомендации большинства членов совета директоров Банка, поддержавших невозможность новых вложений в российскую экономику в ближайшей перспективе. За последние 15 лет ЕБРР предоставлял кредитование таким компаниям, как ОАО «Мосэнерго», ОАО «Ленэнерго», ОАО «Системный оператор», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «РусГидро» и др. [6]. В начале 2014 г. также шло обсуждение предоставления долгосрочного финансирования банком ОАО «ФСК ЕЭС» в размере 10 млрд руб. на долгосрочный период для внедрения интеллектуальных сетей.

Помимо сворачивания прямого кредитования иностранными банками российских электросетевых компаний, из-за текущего кризиса фактически закрыта возможность размещения еврооблигаций на международных долговых рынках, особенно номинированных в рублях, для эмитентов сектора. Напомним, что до настоящего момента на международные рынки долгового капитала выходили только ОАО «РусГидро» и ОАО «ФСК ЕЭС» – в 2010 г. и 2012 г. с выпусками еврооблигаций, номинированных в рублях. Сделки оказались довольно успешными – компаниям не только удалось диверсифицировать портфель кредитов, но и зафиксировать привлекательные ставки на длительный срок за счёт более широкой, по сравнению с локальным рынком, инвесторской базы и позитивной оценки российской специфики и перспектив национальной валюты международным сообществом на момент сделок. Оба размещения стали успешными прецедентами публичного фондирования российских электроэнергетических компаний за рубежом. Однако в последующие годы подобных транзакций не произошло, в значительной степени из-за изменений оценки инвесторами российской специфики, усиления девальвационных ожиданий относительно национальной валюты.

Негативное отношение потенциальных инвесторов объясняется тесными связями государства с предприятиями отрасли – хотя ни одна из компаний не попала непосредственно в списки «санкционных» предприятий, иностранные инвесторы зачастую ограничивают перспективы предоставления денежных средств

таким заёмщикам в неформальном режиме, как это произошло, например, с ЕБРР.

Такие связи государства и электросетевых компаний РФ привели к снижению корпоративных рейтингов ОАО «ФСК ЕЭС» всеми тремя международными агентствами в начале 2015 г. до уровней BB+/Ba1/BBB- от S&P, Moody's и Fitch, соответственно, ОАО «Российские сети» до уровней BB+/Ba2 от S&P и Moody's, а также ряда ДЗО ОАО «Российские сети». Эти действия не только отражают реальную оценку динамики кредитного качества компаний в глазах инвесторов, но и, с большой вероятностью, приведут к повышению стоимости долговых заимствований в будущем, в том числе и на внутреннем рынке при прочих равных условиях.

Отсутствие доступа к международным рынкам долгового капитала для российских электросетевых компаний в ещё большей степени снижает их инвестиционную привлекательность из-за того, что для аналогичных предприятий за рубежом данный источник финансирования является одним из основных инструментов фондирования.

Ограниченные возможности привлечения финансирования извне на фоне ухудшения экономической ситуации в целом, когда происходит сокращение государственных расходов и, соответственно, возможности получения дополнительных вливаний со стороны основного акционера, большинство сетевых компаний негативно влияют на выполнение инвестиционной программы ключевыми предприятиями отрасли. Капитальные вложения в секторе имеют особое значение, когда износ основных фондов составляет порядка 70%. [5] Такая тенденция также отрицательно сказывается на инвестиционном профиле компаний, поскольку ограничивает перспективы увеличения их акционерной стоимости.

Так, сложившаяся ситуация привела к пересмотру планов по капитальным вложениям ОАО «ФСК ЕЭС» – в начале 2015 г. компания объявила о возможном сокращении инвестиционной программы на период 2016-2019 гг. практически вдвое «в связи с изменившейся финансово-экономической ситуацией в стране»<sup>7</sup>. От одних проектов ОАО «ФСК ЕЭС» может отказаться (таких, например, как электрификация БАМа и «Транссиба», значительную часть средств на которую предполагалось получить из ФНБ), а сроки выполнения работ по другим могут быть перенесены. Основным требованием для них теперь становится предотвращение роста аварийности. Изменения планов были вызваны не только ростом стоимости финансирования, но и прогнозируемым Минэнерго сокращением спроса на электроэнергию. ОАО «ФСК ЕЭС» не видит смысла вкладывать сред-

---

<sup>7</sup> ФСК может сократить пятилетнюю инвестпрограмму на 40% URL: // <http://www.vedomosti.ru/> URL: <http://www.vedomosti.ru/business/news/2015/02/25/fsk-mozhet-sokratit-pyatiletnyuyu-investprogrammuy-na-40> (дата проверки: 2015-03-20).

ства в строительство объектов, которые «не будут востребованы» [12].

В начале 2015 г. ОАО «Российские сети» также объявило о планах по снижению капитальных вложений. Из-за необходимости «формирования достаточного денежного потока для покрытия существующих обязательств»<sup>8</sup>. Новый план инвестиционной программы будет в основном направлен на повышение надёжности и выполнение обязательств по технологическому присоединению.

Помимо проблем с привлечением финансирования на выполнение инвестиционных программ электросетевых компаний, дополнительное давление также оказывает значительный рост цен на импортное оборудование из-за девальвации рубля (для ОАО «ФСК ЕЭС», к примеру, на него приходится до 50% всего объёма) [13]. Кроме того, геополитическая напряжённость затрудняет обмен технологиями, играющий ключевую роль в модернизации сетевого комплекса России и в реализации основных задач стратегии развития отрасли [9].

В дополнение к вновь возникшим сложностям, связанным с переоценкой рисков отрасли, ростом стоимости и ограничением фондирования, сокращением потребления электроэнергии, на фоне финансово-экономического кризиса обострились уже существовавшие проблемы, и в первую очередь, неплатежи и неопределённость тарифного регулирования, что также не могло не сказаться на изменении оценки отрасли иностранными инвесторами.

Регулирование российского рынка электроэнергетики предусматривает передачу сбы-

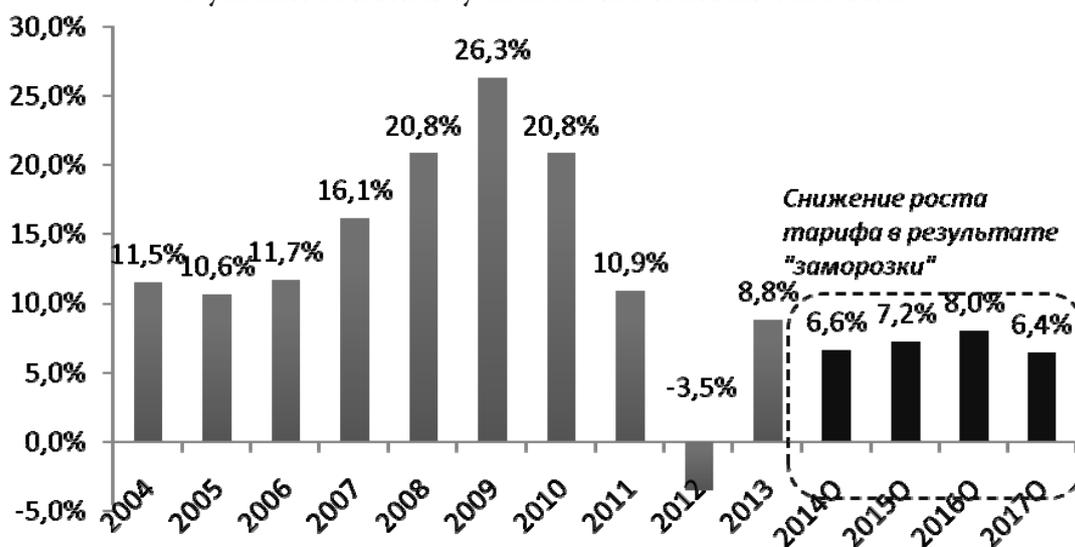
товыми компаниями средств от потребителей электросетям, а также на оптовый рынок электроэнергии и мощности. Просрочка платежа на последнем грозит административными и финансовыми последствиями вплоть до потери статуса гарантирующего поставщика. Вместе с тем эти правила не применимы к расчётам с электросетевыми предприятиями. Если ранее у сбытовых компаний была возможность закрывать кассовые разрывы из-за роста дебиторской задолженности посредством привлечения кредитов, то на фоне роста стоимости финансирования их просто стали перекидывать на электросети. Последние же вынуждены наращивать объёмы «дорогого» долга, что отрицательно сказывается на финансовых результатах и ослабляет кредитный профиль. По оценкам агентства «Эксперт», удорожание обслуживания долга электросетевых компаний может вылиться в 40 млрд руб. дополнительных затрат [10].

Что касается тарифного регулирования, которое чисто теоретически могло бы обозначить дополнительные источники доходов для электросетевых компаний в кризисное время, то здесь также имеется ряд давно существующих проблем. Ухудшение макроэкономических показателей и снижение темпов роста ВВП в последние годы стали причиной для сдерживания роста тарифов регулятором. До 2012 г. значительный рост тарифов (более 10% в год для конечных потребителей в 2004-2011 гг.) был по большей части обусловлен высокими ценами на газ и уголь (рис. 4).

Последняя же редакция прогноза социально-экономического развития Минэконом-

Рисунок 4.  
Figure 4.

Динамика роста тарифа на электроэнергию для конечных потребителей в России  
Dynamics of electricity tariff for end consumers in Russia



Источник: Sberbank Investment Research.  
Source: Sberbank Investment Research.

<sup>8</sup> «Россети» планируют сократить инвестпрограммы своих «дочек». URL: <http://ria.ru/economy/20150123/1043880851.html>(дата проверки: 2015-03-20).

---

## ■ Исследовательские статьи

---

развития ограничивает рост тарифов для всех категорий потребителей на уровне 10%. Кроме того, «заморозка» тарифов для естественных монополий, принятая в конце 2013 г., предполагает отсутствие их повышения с 1 июля 2014 г.

Что касается правил тарифного регулирования для ОАО «Российские сети» и их дочерних обществ, то в этой области значимые изменения происходили практически ежегодно, а непостоянство российского законодательства стало одним из ключевых рисков отрасли. В 2009 – 2010 гг. был запланирован переход на систему RAB, которая бы позволяла обеспечивать заранее установленную возвратность на инвестированный капитал и тем самым привлекать финансирование на длительный срок [13].

Впервые систему RAB применили в Великобритании в начале 1990-х гг. в результате приватизации электросетевого комплекса и реформы рынка электроэнергии. Был введён запрет на юридическое объединение и разделение компаний, доминирование какой-либо структуры на рынке. Подобные изменения произошли и в российском электросетевом комплексе. В Великобритании переход на RAB-регулирование оказался действительно эффективным: издержки регулируемых компаний снизились, а в результате сократились и тарифы на электроэнергию, но при этом инвестиции в отрасль выросли. Таким образом, система RAB стала образцом тарифного регулирования во всём мире. Примеру Великобритании в 1990-х гг. последовали многие страны, в числе которых Канада, США, Австралия, страны Западной Европы. В начале 2000-х гг. Европейский союз обязал страны Восточной Европы перейти на RAB. Особенно показательным является румынский опыт, признанный в 2006 г. на совместной конференции регулирующих органов стран ЕС, Восточной Европы и СНГ наиболее успешным. В результате реформы в отрасль привлекли сотни миллионов долларов инвестиций<sup>9</sup>.

Возвращаясь к развитию системы RAB в РФ, темпы роста тарифов электросетей на фоне большого количества заявок на новое строительство оказались чрезмерными, в результате чего уровень платы за услуги передачи электроэнергии ДЗО ОАО «Российские сети» корректируется каждый год, то есть в отрасли в настоящее время фактически действует система тарифообразования *price cap* [5].

Таким образом, множество электросетевых компаний получают отрицательный финансовый результат, а перспективы улучшения ситуации при сохранении текущей системы регулирования крайне неопределённые. Кроме того, негативное влияние на показатели предприятий отрасли оказывают и неподконтрольные макроэкономические факторы, такие как инфляция, девальвация рубля, в результате

которой подорожало импортное оборудование, упомянутая проблема роста дебиторской задолженности. При этом внутренних резервов ОАО «Российские сети» для выравнивая ситуации вряд ли будет достаточно – компания уже добилась оптимизации издержек в тех областях, где это ещё возможно.

Проведённый анализ свидетельствует о разностороннем воздействии кризисной ситуации на восприятие иностранными инвесторами российских электросетевых компаний, дополняя таким образом работы в области привлечения иностранных инвестиций в РФ и проблем российского электросетевого комплекса.

С одной стороны, влияние оказывают макроэкономические факторы, которые проявляются в общем ухудшении климата и переоценке кредитного риска РФ на фоне ускорения темпов инфляции, девальвации национальной валюты, снижении потребления электроэнергии, повышении стоимости и сокращения источников кредитования. Это в свою очередь приводит к ухудшению финансовых результатов и пересмотру инвестиционной программы электросетевого комплекса в сторону сокращения. В условиях значительной изношенности основных фондов такая тенденция отрицательно сказывается на акционерной стоимости компаний, а значит, и на перспективах привлечения иностранных инвесторов.

С другой стороны, на фоне кризиса обострились и специфические для отрасли проблемы, что также снизило инвестиционную привлекательность электросетевых компаний. Речь идёт, прежде всего, о недостатках регулирования, где происходят постоянные изменения, проблемы платежей, затруднения в использовании и обмене современными технологиями.

Для повышения оценки инвестиционного профиля страны необходим комплексный подход, который будет определяться общей направленностью экономического развития и положением России на международной арене. Особая роль отводится единой стратегии и синхронизированности действий правительства и ведомств, а также последовательности и предсказуемости экономической политики. Только в этом случае возможно достижение положительных результатов.

Что касается специфических для отрасли факторов инвестиционной привлекательности, качественному улучшению ситуации может способствовать прозрачная и сбалансированная система долгосрочного тарифообразования, которая позволила бы обеспечить стабильную доходность на инвестиции на длительном горизонте планирования. Вместе с тем реализация подобных мер возможна только на фоне понятных перспектив улучшения макроэкономической ситуации.

---

<sup>9</sup> Милина Я. RAB шагает по стране // Коммерсант. 2008 г. 9 дек. С. 12.

## Список литературы

1. Данилин И.В., Джус И.В., Соловьёв Э.Г. Политические риски иностранных инвестиций в РФ. М.: ИМЭМО РАН, 2010. 109 с.
2. Дворецкая А.Е. Инвестиционный потенциал российской экономики // Финансы и кредит. 2007, Апрель, №16. С. 2-18.
3. Ильин А. Иностранные инвестиции в России / Ильин А., Выскребенцева И. // Инвестиции в России. 2009. № 2. С. 30-31.
4. Каледин С.В. Проблемы получения внешних инвестиций для современной России // Экономикс. 2014. №2. С. 31-34.
5. Огородников Е. Электросетям нужен порядок // Эксперт. 30.03.2015. С. 13.
6. Приоритеты и деятельность ЕБРР в секторе электроэнергетики на территории России // Энергоаудит. №1 (13). 2010. С. 28-30.
7. Труфанов А. Электроэнергетика. Регулируемая привлекательность / А. Труфанов, Н. Сусеева // Sberbank CIB Investment Research. Июнь 2014.
8. Швец Н.Н., Демидов А.В. Опыт внедрения RAB-регулирования в распределительном электросетевом комплексе // Вестник МГИМО-Университета. № 1(22). 2012. С. 267-272.
9. Швец Н.Н., Колесник Г.В. Локализация производства электротехнического оборудования как фактор обеспечения энергетической безопасности государства в условиях глобального рынка // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2014. №16. С. 37-45.
10. Chernenko N. Market power issues in the reformed Russian electricity supply industry // Energy Economics. Vol. 50, July 2015. Pp. 315-323.
11. Faruqui, A & J. Palmer. Dynamic Pricing and its Discontents // Regulation, Cato Institute. Vol. 34. No. 3. 2011. Pp. 16-22.
12. Gorbacheva N.V., Sovacool B.K. Pain without gain? Reviewing the risks and rewards of investing in Russian coal-fired electricity // Applied Energy. Vol. 154. 15.09.2015. Pp. 970-986.
13. Russian electricity reform update: Laying an Efficient and Competitive Foundation for Innovation and Modernisation. IEA, 2013. Pp. 58-96.
14. Nepal R, Jamasb T. Caught between theory and practice: Government, market, and regulatory failure in electricity sector reforms // Economic Analysis and Policy. June 2015. Vol. 46. Pp. 16-24.
15. Thomas S. A perspective on the rise and fall of the energy regulator in Britain // Utilities Policy. April 2016. Vol. 39. Pp. 41-49.

## Об авторе

**Валькова Дарья Леонидовна** – вице-президент отдела первичных размещений долговых бумаг ЗАО «Сбербанк КИБ». E-mail: [daria\\_valkova@sberbank-cib.ru](mailto:daria_valkova@sberbank-cib.ru).

## EVALUATION OF RISKS RELATED TO RUSSIAN POWER GRID COMPANIES BY FOREIGN INVESTORS

*D.L. Valkova*

CJSC «Sberbank CIB» The Corporate and Investment Banking Business of Sberbank. 125009. Moscow, Romanov per., 4.

**Abstract:** *The article focuses on the impact of the current crisis on evaluation of risks related to Russian power grid companies by foreign investors as well as on prospects of raising foreign capital.*

*The current situation resulted in a considerable deterioration of investment climate in Russia as well as in aggravation of industry-specific problems.*

*Inflation growth, devaluation of the national currency, GDP decrease, drop in electricity consumption and the crisis in the banking sector negatively impact the investment profile of the country. This leads to increased risk premium for foreign capital investments in any type of Russian assets. At the same time industry-specific problems augmented as well. Those are primarily lack of transparency in regulation, which is subject to constant changes, growth in overdue receivables, limited access to modern technologies. All of the above had a considerable impact on the perception of Russian risks by international investors.*

*A comprehensive approach is needed to improve the investment climate in the country and this would be largely defined by the general macroeconomic development of the Russian Federation and relations*

---

■ Исследовательские статьи

---

with other states. Consistent strategy and integrated actions of the Government and respective Ministries are of particular importance.

As for the industry-specific factors, transparent and well-balanced long-term tariff system is the key condition for sustainable improvement of the situation in the sector, according to the major industry participants and leading experts.

Thus, the article highlights changes in investor perception of the Russian power grid sector as well as relative impact on the industry development prospects. This analysis is the basis for further elaboration of recommendations regarding easing off of the crisis impact on the power grid companies as well as for assessment of prospects of meeting strategic industry development objectives.

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

#### References

1. Danilin I.V., Dzhuz I.V., Solov'ev E.G. *Politicheskie riski inostrannykh investitsii v RF*. [Political risks of foreign investments to Russia]. Moscow, IMEMO RAN, 2010. 109 p. (In Russian)
2. Dvoret'skaia A.E. Investitsionnyi potentsial rossiiskoi ekonomiki [Investment prospects of the Russian economy]. *Finansy i kredit - Finansy i kredit*. 2007, April, no. 16, pp. 2-18 (In Russian).
3. Il'in A. Inostrannye investitsii v Rossii [Foreign investments in Russia]. *Investitsii v Rossii*. 2009, no. 2, pp. 30-31 (In Russian).
4. Kaledin S.V. Problemy polucheniia vneshnikh investitsii dlia sovremennoi Rossii [Problems with raising foreign investments in the modern Russia]. *Ekonomiks*. 2014, no. 2, pp. 31-34 (In Russian).
5. Ogorodnikov E. Elektrosetiam nuzhen poriadok [Electricity grids need an order]. *Ekspert*. 30.03.2015, p. 13 (In Russian).
6. Prioritety i deiatel'nost' EBRR v sektore elektroenergetiki na territorii Rossii [Priorities and activities of EBRD in the power sector in Russia]. *Energoaudit*. 2010, no.1 (13), pp. 28-30 (In Russian).
7. Trufanov A., Suseeva N. Elektroenergetika. Reguliruemaia privlekatel'nost' [Electric power sector. Adjustable attractiveness]. *Sberbank CIB Investment Research*. June 2014. (In Russian)
8. Shvets N.N., Demidov A.V.. Opyt vnedreniia RAB-regulirovaniia v raspredelitel'nom elektrosetevom komplekse [The experience of adoption of RAB-regulation in the distribution grid complex]. *Vestnik MGIMO-Universiteta*. 2012, no. 1 (22), pp. 267-272 (In Russian).
9. Shvets N.N., Kolesnik G.V. Lokalizatsiia proizvodstva elektrotekhnicheskogo oborudovaniia kak faktor obespecheniia energeticheskoi bezopasnosti gosudarstva v usloviakh global'nogo rynka [Localization of production of electrical equipment as a factor of ensuring the energy security of the state in the age of the global market]. *atsional'nye interesy: priority i bezopasnost'*. 2014, no.16, pp. 37-45 (In Russian).
10. Chernenko N. Market power issues in the reformed Russian electricity supply industry. *Energy Economics*, vol. 50, July 2015, pp. 315-323.
11. Faruqui, A & J. Palmer. Dynamic Pricing and its Discontents. *Regulation, Cato Institute*. 2011, vol. 34, no. 3, pp. 16-22.
12. Gorbacheva N.V., Sovacool B.K. Pain without gain? Reviewing the risks and rewards of investing in Russian coal-fired electricity. *Applied Energy*, 15.09.2015, vol. 154, pp. 970-986.
13. Russian electricity reform update: Laying an Efficient and Competitive Foundation for Innovation and Modernisation. *IEA*, 2013. Pp. 58-96.
14. Nepal R, Jamasb T. Caught between theory and practice: Government, market, and regulatory failure in electricity sector reforms. *Economic Analysis and Policy*. June 2015, vol. 46, pp. 16-24.
15. Thomas S. A perspective on the rise and fall of the energy regulator in Britain. *Utilities Policy*. April 2016, vol. 39, pp. 41-49.

#### About the author

**Daria L. Valkova** – vice president of initial public offering of debt securities department, CJSC "Sberbank CIB."  
E-mail: daria\_valkova@sberbank-cib.ru.