РИСКИ В ЭНЕРГЕТИКЕ

Анализ практики оптимизации в управлении проектами в инвестиционном механизме

Петр ТОЛМАЧЕВ,
доктор экономических наук, профессор

Опубликованная в прошлом номере статья о финансовом менеджменте в электроэнергетике России открыла цикл публикаций, в которых наши авторы пытаются рассмотреть существенные стороны экономического механизма российской энергетики через призму рыночных инструментов, в числе которых риски занимают не последнее место.



Многофакторное явление

Энергетическая безопасность сегодня одна из самых обсуждаемых тем в международных экономических отношениях. Она активно обсуждается правительствами европейских стран, ведущими международными организациями. Но следует отметить, что в настоящий момент единого определения энергобезопасности просто не существует. Если говорить точнее, то формула энергобезопасности есть, но у каждой страны она своя, поскольку каждый субъект международного права трактует это понятие в зависимости от степени актуальности для себя. Помимо отсутствия этого универсального определения обращает на себя внимание и отсутствие достаточного интереса к такому явлению, как риски в энергетике, особенно в управлении инвестиционными проектами в отрасли.

Анализ проектных рисков, по нашему мнению, явление многофакторное. Прежде всего, требуется некоторое уточнение самого понятия «риск». Соглашаясь с некоторыми экономистами, что ***«риск это потенциально, численно измеримая***

возможность неблагоприятных ситуаций и связанных с ними последствий в виде потерь, убытков, ущерба, например, ожидаемой прибыли, дохода или имущества, денежных средств в связи с неопределенностью, т.е. со случайным изменением условий экономической деятельности, неблагоприятными, форс-мажорными обстоятельствами, общим падением цен на рынке; возможность получения непредсказуемого результата в зависимости от хозяйственного решения», нельзя не обратить, в связи с этим, внимания на то обстоятельство, что это общее определение не учитывает существенной детали — источников происхождения рисков в электроэнергетике. Мы их подразделяем на внешние и внутренние. Сразу оговоримся, что мы ограничимся анализом лишь некоторых.

Преимущества специализации

Начнем с такого наиболее важного понятия, как **обеспечение бесперебойных поставок**. Не вдаваясь в подробности, отметим, что это понятие предполагает в том числе обязанность стран, богатых энергоресурсами, неуклонно наращивать добычу нефти, газа, а также обеспечить доступ иностранных инвестиций в энергетическую отрасль, включая доступ к магистральным трубопроводам и иной необходимой инфраструктуре. Характерно, что какие-либо встречные шаги или обязательства со стороны потребителей энергоресурсов при этом не подразумеваются.

Выполнять эти предписания надлежит странам-энергоэкспортерам. По сути, нефтедобывающим странам выдвигаются односторонние требования увеличивать производство энергоносителей, ибо в противном случае, считается, у потребителей могут возникнуть проблемы.

Надо признать, что российская экономическая наука оставляет за пределами анализа понятие сравнительной фактороемкости внешней торговли. Наши исследования этого феномена для России свидетельствуют, что в торговле с менее развитыми странами Россия выступает экспортером капиталоемкой и импортером трудоемкой продукции. В торговле же с более развитыми странами экспорт становится более трудоемким, а импорт более капиталоемким. В основе этого лежат сравнительные преимущества специализации России (и других стран) на экспорте энергоносителей.

Последствия неравномерности роста факторов этим не исчерпываются. Опережающий рост одного из факторов не только не повышает удельный вес сектора, где он интенсивно используется. При неизменных мировых ценах это приводит также к сокращению выпуска в остальных секторах экономики.

Вывод, который следует из этой гипотезы (подтвержденный множеством эмпирических исследований экономического развития России), означает, что разработка новых месторождений энергоносителей и развитие энергетического сектора может затормозить развитие других отраслей, прежде всего обрабатывающей промышленности (эффект голландской болезни и деиндустриализации). И наоборот, интенсивное накопление капитала и рост квалифицированной рабочей силы в быстрорастущей экономике с развитой внешней торговлей могут привести к сокращению добычи полезных ископаемых и обусловить рост зависимости от импорта сырья. Так случилось с Соединенными Штатами, которые в процессе опережающего остальные страны экономического роста превратились из чистого экспортера в чистого импортера минерального сырья, в частности, вероятно, в результате накопления капитала и роста квалификации рабочей силы. Бесспорным доказательством этого тезиса является то, что доля человеческого капитала в национальном богатстве США составляет 77%.

С другой стороны, страны — производители углеводородной продукции основу энергобезопасности видят в **доступе к рынкам сбыта и обеспечении спроса**. Под надежным спросом понимается наличие на рынках сбыта таких условий, которые дали бы возможность реализовать произведенную продукцию по ценам, обеспечивающим возврат инвестированных средств с нормой прибыли, необходимой для сохранения конкурентоспособности добывающих предприятий и отрасли в целом.

В ходе саммита «восьмерки» в Санкт-Петербурге 15-17 июля 2006 года удалось сблизить точки зрения сторон на эту проблему и выработать общий подход к вопросам укрепления энергобезопасности. Члены «восьмерки» признали правомерность и важность бесперебойного снабжения потребителей энергоресурсами и одновременно согласились с доводом о том, что **безопасность предложения должна быть дополнена безопасностью спроса**.

Европа «закрывается» от России

Последующие события показали, что не все страны разделяют этот подход. И прежде всего, Европейский Союз.

Еврокомиссия разрабатывает меры, которые защитят европейский ТЭК от компаний из стран — экспортеров энергоресурсов. Возможные меры изложены в конфиденциальном документе Еврокомиссии, полученном FT.

Эта записка касается проекта Еврокомиссии по стимулированию конкуренции на энергетическом рынке ЕС, который предполагается обнародовать 19 сентября. Меры по защите энергорынка Европы от внешних инвесторов, полагают авторы документа, позволят снять часть опасений европейских стран по поводу возможных последствий либерализации энергетического рынка ЕС.

По замыслу Еврокомиссии, в ходе реформы энергетики производство и распределение электроэнергии и газа должны быть разделены. Несколько стран — членов ЕС выража-

ли опасения, что это облегчит скупку европейских распределительных сетей иностранцами. В числе предложенных мер — требование «взаимности» от стран, из которых идут инвестиции. Это позволит предотвращать покупку европейских энергетических компаний инвесторами из стран, которые ограничивают инвестиции компаний из Европы в собственный ТЭК, например России и Саудовской Аравии.

В другом внутреннем документе Еврокомиссии (по данным FT Deutschland) говорится, что ЕС может «оказаться уязвимым перед попытками третьих стран добиться доминирования на европейском рынке не только в плане поставок, но и за счет контроля над сетями». В документе выражается опасение, что электрические и газораспределительные сети могут быть куплены госкомпаниями из России и других стран — экспортеров ресурсов.

Особенно беспокоит еврочиновников, что «инвестиции будут направляться неэкономическими мотивами». Авторы предлагают широкий спектр мер — от наделения Еврокомиссии правом изучать и одобрять потенциальных покупателей до объявления европейского ТЭКа стратегической отраслью, что позволит запретить инвестиции в него большинству стран из-за пределов ЕС.

Вероятно, в ближайшее время при национальных правительствах подавляющего большинства стран ЕС будут созданы специальные комиссии по контролю за инвестициями в стратегические секторы. Отказ национальных правительств от права контролировать инвестиционные сделки в пользу Еврокомиссии маловероятен.

На наш взгляд, в любом случае стратегические секторы европейской экономики будут все больше закрываться для российских инвестиций, ведь отношения в сфере энергетики, по мнению западноевропейских аналитиков, напоминают холодную войну. Автор разделяет эти оценки.

Рискованный проект в Бушере

Эти положения мы рассматриваем как фундаментальные риски в энергетике.

Система управления рисками — это особый вид деятельности, направленный на смягчение воздействия рисков на конечные результаты реализации проекта. Управление рисками — новое для российской экономики явление, которое появилось при переходе к рыночной системе хозяйствования.

Управление рисками осуществляется на всех стадиях жизненного цикла проекта с помощью мониторинга, контроля и необходимых корректирующих воздействий. Процесс управления рисками предполагает проведение определенных шагов:

- выявление предполагаемых рисков;
- анализ и оценка проектных рисков;
- выбор методов управления рисками;
- применение выбранных методов;
- оценка результатов управления рисками.

Особо актуальной для электроэнергетики становится **вероятность рисков**, т.е. вероятность того, что в результате принятия решения произойдут потери для предпринимательской фирмы. Это явление для инвестиционных проектов, реализуемых в странах с переходной экономикой и таких государствах, как, например, Иран, становится явлением с предельным уровнем риска. Классическим примером является контракт на строительство АЭС «Бушер» в Иране.

Очевидно, что в основе конфликта между генеральным подрядчиком строительства АЭС «Бушер» — российским Атомстройэкспортом и заказчиком — руководством Ирана лежат финансовые и технические вопросы. Многочисленные раунды российско-иранских переговоров по проблемам достройки АЭС «Бушер» подтверждают исключительный риск реализации такого рода инвестиционных контрактов. Причем в основе этого лежат причины, которые свидетельствуют о том, что соглашение было заключено без должной юридической экспертизы. Если это не так, то чем объяснить, что в ходе очередного раунда переговоров, после того как был выполнен значительный объем работ, Атомстройэкспорт предложил Ирану перейти на финансирование строительства АЭС в Бушере по международному, а не иранскому банковскому праву? По мнению российской компании, это позволит впредь избежать проблем с финансированием. Тем более что наш контракт по строительству АЭС «Бушер» также основан на международном праве.

Для любого специалиста очевидно, что любой международный контракт, тем более рассчитанный на долгосрочную перспективу, должен быть реализован в соответствии с международным банковским правом. Это условие необходимо для финансирования успешного завершения строительства станции. В этом году невыполнение Ираном договоренностей по финансированию строительства АЭС «Бушер» поставило под вопрос завершение сооружения станции. С середины января 2007 года иранская сторона прекратила финансирование строительства АЭС. По данным

Строительство АЭС в Бушере было начато еще в 1975 году Германией и осуществлялось под контролем МАГАТЭ. В 1995 году Россия и Иран подписали контракт на завершение строительства первого энергоблока АЭС «Бушер». Строительство должно было завершиться 8 июля 1999 года, однако сроки сдачи в эксплуатацию АЭС «Бушер» откладывались уже пять раз.

Атомстройэкспорта, финансирование в четвертом квартале было осуществлено на уровне 60%, в январе на счета компании поступило $5,1 миллиона, а в феврале не поступило ни одного платежа.

Два метода определения рисков

Существуют два метода определения вероятности рисков: **объективный метод** основан на вычислении частоты, с которой результат был получен в аналогичных условиях; **субъективный метод** — определение вероятности, основанной на суждении и личном опыте предпринимателя. По какому бы из методов ни был осуществлен подсчет, результат будет отрицательным.

Вопрос только в том, насколько отрицательным. **Измерение рисков** предопределяет определение вероятности наступления рискового события. Оценивая риски, которые в состоянии принять на себя команда проекта и инвестор проекта при его реализации, исходят прежде всего из специфики и важности проекта, из наличия необходимых ресурсов для его реализации и возможностей финансирования вероятных последствий рисков. Степень допустимых рисков определяется с учетом таких параметров, как размер и надежность инвестиций в проект, запланированный уровень рентабельности и др.

Риск — событие, которое может произойти в условиях неопределенности с некоторой вероятностью, при этом возможны три экономических результата, оцениваемых в экономических и финансовых показателях:

- **отрицательный** — ущерб, убыток, проигрыш;
- **положительный** — выгода, прибыль, выигрыш;
- **нулевой** — ни ущерба, ни выгоды.

Природа неопределенности, рисков, потерь при реализации проектов связана в первую очередь с возможностью финансовых потерь вследствие прогнозного, вероятностного характера будущих денежных потоков и реализации вероятностных аспектов проекта и его многочисленных участников, ресурсов, внешних и внутренних обстоятельств. Практика свидетельствует, что учет рисков участниками проектов, как правило, игнорируется или учитывается с известной долей условности. История реализации UC Rusal инвестиционных проектов в Таджикистане — классический пример игнорирования политических, конкурентных и геоэкономических рисков.

В начале сентября таджикские власти объявили о прекращении сотрудничества с UC Rusal по достройке Рогунской ГЭС. Новость стала полной неожиданностью для российских алюминщиков, поскольку никаких официальных представлений по этому поводу в компанию не поступало. Ранее президент страны Эмомали Рахмонов уже заявлял, что не допустит Rusal к приватизации Таджикского алюминиевого завода (ТадАЗ). Таджикистан аннулировал соглашение о сотрудничестве по строительству Рогунской ГЭС с «Российским алюминием», подписанное в 2004 году, и создал АООТ «Рогунская ГЭС» для достройки гидростанции. Теперь достройкой ГЭС могут заняться западные профильные компании.

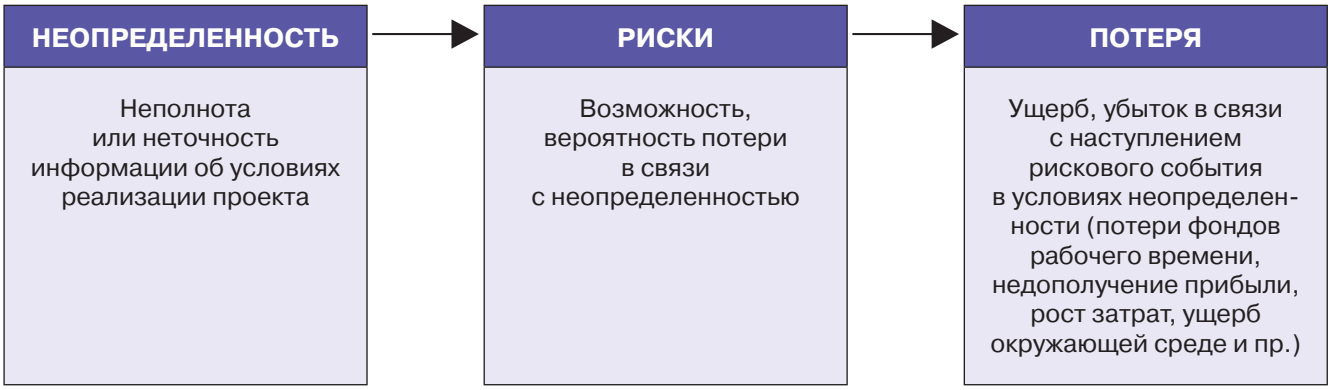
Между тем Rusal планировал завершить строительство Рогунской ГЭС, а также расширить ТадАЗ и построить еще один алюминиевый завод. Таджики при этом обещали россиянам передать часть акций станции. Общая сумма проектов в Таджикистане, по данным Rusal, составляет около 1,5 млрд. долл.

В октябре прошлого года, когда таджикские специалисты впервые заговорили о своем недовольстве деятельностью Rusal, в компании отмечали, что уже вложили в таджикские проекты 50—70 млн. долл., подготовив ТЭО Рогунской ГЭС. Несколько позже, в декабре, таджики подписали договор о сотрудничестве с норвежской Hydro. Компания выражала заинтересованность в реализации проектов в гидроэнергетике страны. Пресс-секретарь Hydro Aluminium Томас Кнутсен сообщил, что его компания поддерживает ТадАЗ в производственных и экологических программах. По его словам, некоторые из них предполагают увеличение энергомощностей. При этом, как заявил г-н Кнутсен, Hydro рассматривает возможности строительства новых энергомощностей в Таджикистане. Он не уточнил, о чем конкретно идет речь.

По мнению экспертов, вопрос сотрудничества Rusal с Таджикистаном полностью перешел в политическую плоскость. «Таджики хотели с помощью более высокой плотины ГЭС регулировать сток реки так, чтобы диктовать условия нижележащему по течению Узбекистану», — считает эксперт аналитической группы «Конструирование будущего» (Санкт-Петербург) Сергей Боровиков. По его словам, казалось, что Rusal удалось убедить партнеров в нецелесообразности такого подхода, но власти Таджикистана все же решили, что этот рычаг давления на соседей им нужен. Отметим, что

Объединенная компания «Российский алюминий» (UC Rusal) — крупнейший производитель первичного алюминия в мире (12,5% рынка) и глинозема (16%). Основные акционеры — «Русал» (66%), СУАЛ (22%), Glencore (12%). Ежегодный оборот, по оценке топ-менеджмента, может составить около 12 млрд. долл. Рогунская ГЭС строится в 110 км от Душанбе с 1976 года. Проектная установленная мощность — 3600 МВт, выработка электроэнергии — 13,1 млрд. кВтч в год. Строительство в 90-е годы было законсервировано.

Рис. 1



в июне 2007 года Эмомали Рахмонов заявил, что Таджикистан сможет достроить Рогун сам, а позже распорядился выделить первый миллион долларов на достройку ГЭС.

Неопределенность – понятие объективное

Таким образом, в данном случае прослеживается четкая взаимосвязь неопределенности, риска и потерь (рис. 1.).

Существование риска связано с невозможностью с точностью до 100% прогнозировать будущее. Исходя из этого, следует выделить основное свойство риска: риск имеет место только по отношению к будущему и неразрывно связан с прогнозированием и планированием, а значит, и с принятием решений вообще. Отметим, что категории «риск» и «неопределенность» тесно связаны между собой и зачастую употребляются как синонимы.

Однако, на наш взгляд, целесообразно различать понятия «риск» и «неопределенность».

Во-первых, риск имеет место только в тех случаях, когда принимать решение необходимо (если это не так, нет смысла рисковать). Иначе говоря, именно необходимость принимать решения в условиях неопределённости порождает риск, при отсутствии таковой необходимости нет и риска.

Во-вторых, риск субъективен, а неопределенность объективна. Например, объективное отсутствие достоверной информации о потенциальном объеме спроса на электроэнергию приводит к возникновению спектра рисков для участников проекта.

За год работы новой модели энергорынка, запущенного 1 сентября 2006 года, его оборот составил более 600 млрд. руб. Для сравнения: годом ранее оборот рынка не превышал 400 млрд. руб. Впрочем, нынешний НОРЭМ (новый оптовый рынок электроэнергии и мощности), где большая часть электричества продается по регулируемым двусторонним договорам (РДД) и существенно меньшая часть — по свободной цене, не совсем корректно сравнивать с предыдущей моделью энергобиржи, где покупатель энергии в любой момент мог вернуться в регулируемый сектор.

Результаты работы НОРЭМа по двум ценовым зонам оказались прямо противоположными: в европейской ценовой зоне электричество было дороже регулируемого тарифа (511,4 руб. и 333,66 руб. за 1 МВтч соответственно), а в сибирской -- наоборот (179,5 руб. и 245,3 руб. за 1 МВтч). Это средневзвешенные цены, но случались и пики. Так, 22 августа 2007 года цена на спотовом рынке взлетела до исторического максимума 1043 руб. за 1 МВтч, почти достигнув уровня немецкого рынка EEX и превысив средний показатель скандинавского рынка Nordpool.

Пока вклад свободной цены в окончательную стоимость энергии для потребителя минимален, так как на розничную цену она транслируется пропорционально своей доле на оптовом рынке. С 1 июля 2007 года сектор свободной торговли составляет 10% от объема выработки электричества в стране (ранее всего 5%). Однако уже с 1 января 2008 года по рыночным ценам будет продаваться 15% энергии, а с 1 июля 2008 года — 25%.

Степень либерализации рынка пока почти не влияет на цену, зато увеличивает риски как для потребителя (уже на нынешнем рынке мы наблюдали колебания цены в два раза), так и для производителя электричества. Если потребитель еще не научился управлять этими рисками, то для генераторов энергии такие колебания — это шанс нивелировать перекосы тарифного регулирования и топливного рынка, которые будут закладываться в цену энергии. По мнению специалистов Фонда энергетического развития, рост цен в свободном секторе в 2008 году составит в среднем не менее 20%. Цена будет расти вслед за ростом цен на топливо, и рынок будет не менее волатильным, чем в этом году.

Риск, порожденный неопределенностью вследствие отсутствия маркетингового исследования для инвестиционного проекта, обращается в кредитный риск для инвестора (банка, финансирующего этот инвестиционный проект), а в случае невозврата кредита — в риск потери ликвидности и далее в риск банкротства, а для реципиента этот риск трансформируется в риск непредвиденных колебаний рыночной конъюнктуры, причем

для каждого из участников инвестиционного проекта проявление риска индивидуально как в качественном, так и в количественном выражении.

Говоря о неопределенности, отметим, что она может быть задана по-разному:

- в виде вероятностных распределений (распределение случайной величины точно известно, но неизвестно, какое конкретно значение примет случайная величина);
- в виде субъективных вероятностей (распределение случайной величины неизвестно, но известны вероятности отдельных событий, определенные экспертным путем);
- в виде интервальной неопределенности (распределение случайной величины неизвестно, но известно, что она может принимать любое значение в определенном интервале).

Кроме того, следует отметить, что природа неопределенности формируется под воздействием различных факторов:

- временная неопределенность обусловлена тем, что невозможно с точностью предсказать значение того или иного фактора в будущем;
- неизвестность точных значений параметров рыночной системы можно охарактеризовать как неопределенность рыночной конъюнктуры;
- непредсказуемость поведения участников в ситуации конфликта интересов также порождает неопределенность и т.д.

Сочетание этих факторов на практике создает обширный спектр различных видов неопределенности.

Реформа с издержками

Поскольку неопределенность выступает источником риска, ее следует минимизировать посредством приобретения информации, в идеальном случае стараясь свести к нулю, т. е. к полной определенности, благодаря получению качественной, достоверной, исчерпывающей информации. Однако на практике это сделать, как правило, не удается, поэтому, принимая решение в условиях неопределенности, следует ее формализовать и оценить риски, источником которых является эта неопределенность.

Особенно это актуально в условиях реформы РАО «ЕЭС», вернее, завершения формирования принципиально новой конфигурации структуры российской энергетики. Совершенно очевидно, что огромный энергохолдинг будет реформирован с существенными издержками. Причин здесь несколько.

Совет директоров РАО «ЕЭС» 31 августа 2007 г. утвердил коэффициенты обмена акций РАО на бумаги всех компаний, которые должны выделиться из энергохолдинга до его ликвидации в 2008 г.

Из всех этих компаний пока торгуются только владельцы тепловых электростанций — оптовые (ОГК) и территориальные генерирующие компании (ТГК). До того как стали известны коэффициенты, эксперты считали, что в общей стоимости РАО на их долю приходится порядка 50%. В частности, по информации газеты «Ведомости», аналитики «Финама» называли цифру 45%, Банк Москвы — около 56%. (Табл. 1)

Если исходить из одобренных коэффициентов, эта доля получается больше. Обыкновенная акция РАО стоила 31 августа 2007 г. на ММВБ 32,584 руб., а причитающиеся акционерам доли в торгующихся ТГК и ОГК — 19,87 руб.; итого выходит 61% (подробнее см. табл. 1). И это без учета двух тепловых компаний — ТГК-5 и ОГК-5, акции которых все совладельцы РАО «ЕЭС» на момент подписания статьи в печать уже получили.

Впрочем, акционеры могут и отказаться от такой доли в генерации, если проголосуют против реформы РАО «ЕЭС». Тогда их доля в будущих государственных энергохолдингах — ФСК и «ГидроОГК» будет значительно выше, но в тепловой генерации на каждую обыкновенную акцию РАО придется всего около 20% (активов на 6,4 руб.). Для простоты подсчета на сайте РАО даже появился специальный калькулятор инвестора — правда, пока только для тех, кто будет голосовать за реорганизацию.

Получается, РАО «ЕЭС» недооценено примерно на 30%, (оценка «Финама»). Стоимость составных частей холдинга — генерации, сетей и проч. — дает оценку на 35% выше сегодняшней (оценка KIT Fortis Investment).

Но в РАО уверены, что холдинг недооценен и его акционеры получат в результате реорганизации пакет активов, который будет стоить дороже, чем бумаги холдинга, принадлежащие им сейчас. РАО считает, что только исходя из сегодняшней стоимости генерации и предварительной оценки «ГидроОГК» и ФСК одна обыкновенная акция РАО «ЕЭС» должна стоить около 36 руб. (без учета холдинга МРСК, «Энергосистем Востока» и холдинга «ИнтерРАО», создаваемого на базе Сочинской ТЭС).

Правда, несмотря на такие перспективы, в последнее время РАО лишь дешевеет: с 13 августа обыкновенные акции компании потеряли в цене почти 17%. Инвесторы стали сбрасывать бумаги холдинга за две недели до 23 августа — даты закрытия реестра к собранию акционеров, которое должно окончательно утвердить реорганизацию. Все, кто купит бумаги после этой даты, будут автоматически при-

Капитализация РАО «ЕЭС» — $54,3 млрд., уставный капитал разделен на 41,042 млрд. обыкновенных и 2,075 млрд. привилегированных акций. У государства 52,68% акций, «Газпрома» — 10,49%, ГМК «Норильский никель» — 3,52%, акционеров СУЭК — 0,97% (через кипрскую Madake Enterprises).

Табл. 1

Сколько акций каждой компании получит рядовой* миноритарий РАО ЕЭС на одну бумагу энергохолдинга в 2008 г.**

Компания	Цена 1 акции, руб.***	Тип акции РАО	Коэффициент обмена для голосовавших «за»	Стоимость доли, приходящейся на 1 акцию РАО, руб.****	Коэффициент обмена для голосовавших «против» и не ставших голосовать	Стоимость доли, приходящейся на 1 акцию РАО, руб.****
Холдинг Межрегиональных распределительных сетевых компаний	н/д	АО АП	1 1	н/д н/д	1 1	н/д н/д
РАО Энергетические системы Востока	н/д	АО АП	1 1	н/д н/д	1 1	н/д н/д
ФСК ЕЭС	н/д	АО АП	10,1056 9,2547	н/д н/д	22,773 20,856	н/д н/д
Гидро ОГК	н/д	АО АП	3,4532 3,1624	н/д н/д	4,504 4,125	н/д н/д
ОГК-1	2,744	АО АП	0,9620 0,8810	2,6398 2,4175	0,311 0,285	0,8538 0,782
ОГК-2	3,803	АО АП	0,5008 0,4586	1,9045 1,7442	0,162 0,148	0,616 0,5642
ОГК-3	3,696	АО АП	0,4114 0,3768	1,5206 1,3925	0,133 0,122	0,4918 0,4504
ОГК-4	3,095	АО АП	1,0274 0,9409	3,1797 2,912	0,332 0,304	1,0285 0,9419
ОГК-6	3,487	АО АП	0,5836 0,5345	2,0352 1,8638	0,189 0,173	0,6583 0,6029
ТГК-1	0,0349	АО АП	38,2332 35,0140	1,3343 1,222	12,367 11,325	0,4316 0,3953
ТГК-2	0,0254	АО АП	12,9829 11,8897	0,3298 0,302	4,199 3,846	0,1067 0,0977
Мосэнерго (ТГК-3)	6,064	АО АП	0,3360 0,3077	2,0374 1,8659	0,109 0,100	0,659 0,6035
ТГК-4	0,0261	АО АП	15,8655 14,5296	0,4141 0,3792	5,132 4,700	0,1339 0,1227
ТГК-6	0,0273	АО АП	15,3259 14,0355	0,4184 0,3832	4,957 4,540	0,1353 0,1239
Волжская ТГК (ТГК-7)	2,98	АО АП	0,3344 0,3062	0,9965 0,9126	0,108 0,099	0,3223 0,2952
ТГК-8	0,0278	АО АП	17,2625 15,8090	0,4799 0,4395	5,584 5,113	0,1552 0,1422
ТГК-9	0,007	АО АП	67,3347 61,6651	0,4713 0,4317	21,780 19,946	0,1525 0,1396
ТГК-10*****	107,75	АО АП	0,0089 0,0081	0,9548 0,8744	0,003 0,003	0,3088 0,2828
ТГК-11	н/д	АО АП	6,1864 5,6655	н/д н/д	2,001 1,833	н/д н/д
Кузбасэнерго (ТГК-12)*****	90	АО АП	0,0070 0,0064	0,6292 0,5762	0,002 0,002	0,2035 0,1864
Енисейская ТГК (ТГК-13)*****	5830,65	АО АП	0,0001 0,0001	0,4438 0,4064	0,000 0,000	0,1435 0,1315
ТГК-14	0,0084	АО АП	9,7136 8,8957	0,0816 0,0747	3,142 2,877	0,0264 0,0242
Сочинская ТЭС*****	н/д	АО АП	0,0042 0,0038	н/д н/д	0,004 0,004	н/д н/д
Центрэнергохолдинг (холдинг «Газпрома»)	н/д	АО АП	0 0	0 0	1,049 1,049	н/д н/д
Сибэнергохолдинг (холдинг акционеров СУЭКа)	н/д	АО АП	0 0	0 0	0,966 0,966	н/д н/д
Интергенегация (холдинг «Норникеля»)	н/д	АО АП	0 0	0 0	3,517 3,517	н/д н/д
Общая стоимость долей по АО				**19,8709**		**6,4273**
Общая стоимость долей по АП				**18,1978**		**5,8861**
Какие акции на одну бумагу РАО получат все акционеры холдинга в сентябре 2007 г. (решение принято в декабре 2006 года)						
ОГК-5	3,9830	АО АП	0,4119 0,3772	1,6404 1,5023		
ТГК-5	0,0349	АО АП	13,5950 12,4503	0,4745 0,4345		

* Коэффициенты конвертации указаны для всех акционеров РАО ЕЭС кроме государства, «Газпрома», «Норникеля», кипрской Madake Enterprises (структура акционеров СУЭК), для которых активы делятся по особой системе.

** В каждой компании акционер получит только обыкновенные акции с учетом указанных коэффициентов АО – на обыкновенную акцию РАО ЕЭС, АП – на привилегированную. Исключения – «РАО Энергосистемы Востока» и три спецхолдинга «Газпрома», «Никеля» и СУЭК, где на привилегированные акции РАО акционеры холдинга получат привилегированные бумаги.

*** Средневзвешенная цена на ММВБ по итогам торгов на 31.08.2007 г.

**** Исходя из средневзвешенной цены на ММВБ на 31.08.2007 г.

***** Коэффициенты указаны без учета запланированного дробления акций путем уменьшения номинала.

Источник: РАО «ЕЭС», ММВБ, расчеты «ВЕДОМОСТЕЙ»

числяться к голосовавшим «за» при разделе активов.

Авторы реформы довольны результатом. Первый план реорганизации РАО был утвержден еще в 2001 г., тогда он совсем не походил на сегодняшний. Но он с самого начала предполагал рост стоимости энергокомпаний, уверяет один из авторов, бывший замминистра экономического развития РФ Андрей Шаронов.

Теперь осталось только одобрить последний план реорганизации. Для этого нужны 75% голосов от общего числа акционеров, которые пришлют свои бюллетени в РАО до вечера 26 октября. Государство, «Газпром», «Норникель» и компания акционеров СУЭК уже обязались голосовать «за», поскольку в июле заранее поменялись причитающимися им активами в генерации. А вот из рядовых миноритариев еще не все определились.

Преимущество голосовать «за» в том, что акционер не получает акции неликвидных спецхолдингов «Газпрома», «Норникеля» и СУЭК, а аргументы голосовать «против» — возможность предъявить акции РАО к выкупу, считают специалисты фонда Halsyon Advisors (по мнению участников рынка, фонд владеет около 0,5% акций РАО). Некоторые специалисты считают, что акции компаний, которые получат акционеры холдинга после его распада, будут дороже самого РАО.

Не факт, что все инвесторы последуют их примеру. Пока рынок оценивает сетевые активы РАО почти вдвое выше, чем сам энергохолдинг. А значит, часть акционеров захотят поучаствовать в промежуточных государственных холдингах — за счет них они смогут увеличить свою долю в ФСК, которая, как и «ГидроОГК», потом будет торговаться на бирже, полагают аналитики. А неликвидность холдинга «Газпром» относительна — его акциями всегда можно торговать на площадке RTS.

Окончание в следующем номере Эi