



**Исследовательский центр ИПМ  
Немецкая экономическая группа**

Аналитические записки [PP/02/2009]

## **Приватизация в Беларуси во время мирового финансового кризиса: как не потерять время**

Роберт Кирхнер, Рикардо Джуччи

Берлин/Минск, Июль 2009



**ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ЦЕНТР ИПМ**

исследования • прогнозы • мониторинг

## **Информация об Исследовательском центре ИПМ**

---

Исследовательский центр ИПМ был создан в 1999 г. в рамках совместного проекта Института приватизации и менеджмента (Минск, Беларусь) и CASE – Центра социальных и экономических исследований (Варшава, Польша). Он является членом исследовательской сети CASE, Альянс НГО Института Уильяма Дэвидсона и Сеть институтов, занимающихся вопросами экономической политики (проект Регионального бюро ПРООН в Европе и СНГ). Основными направлениями деятельности Исследовательского центра ИПМ являются мониторинг, анализ и прогнозирование развития белорусской экономики, проведение экономических исследований и разработка на их основе рекомендаций для экономической политики, продвижение диалога по проблемам экономического развития через организацию и проведение конференций и семинаров, публикация результатов исследований белорусских и зарубежных экономистов в журнале "ЭКОВЕСТ", а также тренинг специалистов в области современных методов экономического анализа. В танках сотрудничества с экспертами Немецкой экономической группы в Беларусь (GET Беларусь) Исследовательский центр ИПМ осуществляет независимое консультирование Национального банка, Министерства экономики, Министерства иностранных дел и других государственных и негосударственных организаций, вовлеченных в процесс формирования экономической политики в стране.

Миссия Исследовательского центра ИПМ – содействие повышению национальной конкурентоспособности через разработку рекомендаций для экономической политики на основе экономических исследований и продвижение профессионального диалога по актуальным проблемам экономического развития.

### **Исследовательский центр ИПМ**

220088 Минск, Беларусь, ул. Захарова 50 б

Тел.: +375 (17) 2 100 105

Факс: +375 (17) 2 100 105

E-Mail: [research@research.by](mailto:research@research.by)

<http://www.research.by>

## **Информация о Немецкой экономической группе в Беларусь (GET Беларусь)**

---

Главной задачей Немецкой экономической группы в Беларусь является поддержание диалога по вопросам экономической политики с белорусским правительством, структурами гражданского общества и международными организациями. Эксперты Немецкой экономической группы имеют опыт консультирования по экономическим вопросам правительства ряда трансформационных стран, в том числе Украины, России и Казахстана. Исследовательский центр ИПМ и Немецкая экономическая группа предоставляют информационно-аналитическую поддержку Национальному банку, Министерству финансов, Министерству экономики, Министерству иностранных дел и другим учреждениям, вовлеченным в процесс формирования и реализации экономической политики в стране.

### **Немецкая экономическая группа**

c/o Berlin Economics

Schillerstr. 59

D-10627 Berlin

Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0

Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9

E-Mail: [info@get-belarus.de](mailto:info@get-belarus.de)

<http://www.get-belarus.de>

## **Приватизация в Беларуси во время мирового финансового кризиса: как не потерять время**

### **Резюме**

До 2007 г. государственная собственность лежала в основе социально-экономической модели развития Беларуси. Соответственно приватизация не являлась важной целью экономической политики. Но эта идеология изменилась в начале 2007 г. Приватизация и прямые иностранные инвестиции стали центральными направлениями экономической политики. Ряд шагов был сделан по улучшению бизнес климата и регулированию иностранных инвестиций; в 2007–2008 гг. было заключено несколько приватизационных сделок. В то время как поступления от приватизации были минимальными в 2006 г., в 2007 г. они составили USD 1.2 млрд. и примерно USD 0.9 млрд. в 2008 г.

Однако в конце 2008 г., когда мировой финансовый кризис стал оказывать влияние на экономику Беларуси, приватизация приостановилась. Так, в 2009 г. практически не было заключено никаких сделок, и дальнейшие перспективы здесь весьма неопределенны. Основная причина – это очевидное снижение цен, за которые можно продать предприятия сегодня по сравнению с предыдущими годами. Все выглядит так, как будто лица, ответственные за принятие решений не хотят продавать предприятия по ценам «ниже» их стоимости. Поскольку мотивация, объясняющая это решение, вполне понятна, в этой работе делается акцент на то, что приватизация – это не только фискальное мероприятие, но и критически важная мера по модернизации и улучшению конкурентной позиции страны, что увеличивает потенциал экономического роста в среднесрочной перспективе. Следовательно, текущее затишье может быть объяснено с фискальной точки зрения, но оно ошибочно с экономической точки зрения: экономические издержки от замедления приватизации огромны. Беларусь теряет время в высоко конкурентной международной среде, в которой время – деньги. Таким образом, приватизационный процесс должен быть продолжен. Однако, каким образом? Путем продажи по «горячим ценам» большого количества ценных активов?

В работе предлагается «двойственная стратегия», чтобы обеспечить продолжение приватизации без масштабных «пожарных» продаж. Первая часть стратегии состоит в продаже государственных предприятий в секторах, которые подверглись кризису в минимальной степени, т.е. отраслях, работающих на конечного потребителя (пищевая отрасль, агробизнес) и, частично, энергетическом секторе. Существует реальный шанс получения достойных цен на хорошие активы в этих секторах, предполагая, что «достойные цены» не понимаются как «наиболее высокие когда-либо зарегистрированные цены» (как раз накануне сдувания пузыря высоких цен на активы в 2008 г.). Однако эту цель можно достичь, если Беларусь продолжит и существенно ускорит политику улучшения бизнес климата. Вторая часть стратегии состоит в проведении так называемых предприватизационных сделок. В рамках таких сделок страна может продать миноритарные пакеты акций государственных предприятий международным финансовым организациям. Этот инструмент особенно актуален для компаний, чья приватизационная стоимость значительно упала в следствие финансового кризиса. Проведение же предприватизационных сделок, позволяет привлечь необходимые средства для инвестиций без потери возможности реализации остальных активов позже по относительно более высоким ценам, когда мировая экономика начнет восстановительный рост. Однако еще более важно то, что новые совладельцы, которые имеют огромный опыт реструктуризации в переходных экономиках, будут продвигать вперед необходимые реформы на микроуровне, и, следовательно, способствовать так необходимой реструктуризации белорусской экономики на макроуровне. Более того, будущая продажа остающихся в руках государства активов может быть проведена на прозрачной и конкурсной основе согласно мировым стандартам. Коротко, эта двойственная стратегия может рассматриваться как адекватный способ не потерять время в конкурентной рыночной среде.

### **Авторы**

Роберт Кихнер kirchner@berlin-economics.com +49 30 / 206 134 642  
Риккардо Джуччи giucci@berlin-economics.com +49 30 / 206 134 641

## **Наша признательность**

Авторы выражают свою признательность Елене Раковой за существенную помощь в подготовке этой работы.

## **Содержание**

1. Введение.....	5
2. Приватизация в Беларуси: обзор и последние результаты .....	5
3. Текущая дилемма в области приватизации в Беларуси .....	8
4. Рекомендации по продолжению процесса приватизации .....	9
4.1 Продолжение и ускорение приватизации .....	9
4.2 Предварительная приватизация .....	10
5. Заключение .....	12
Приложение .....	13
A.1. Динамика изменения формы собственности в Беларуси в 1991–2008 гг. ....	13
A.2. Динамика цен на фондовом рынке: секторальный анализ .....	13

## 1. Введение

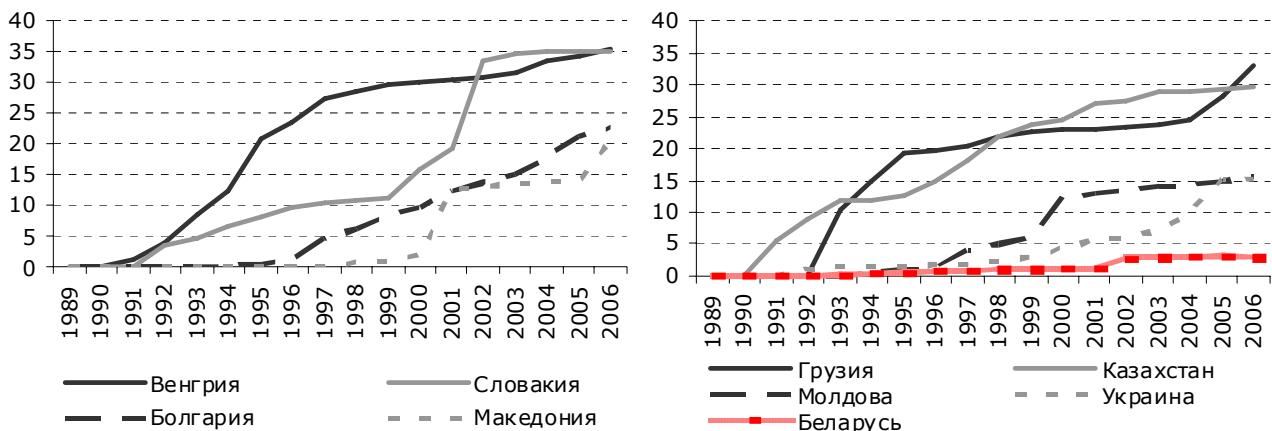
Тема приватизации занимает важное место в экономической политике, осуществляющейся в Беларуси. Однако, в то время как в 2007–2008 гг. было заключено некоторое количество важных приватизационных сделок, в 2009 г. они отсутствуют. Очевидно, что во время мирового финансового кризиса условия для приватизации далеки от оптимальных. Но означает ли это, что приватизационный процесс следует приостановить до тех пор, пока мировая экономика и финансовые рынки не восстановятся? Или существуют другие возможности продолжить процесс приватизации и не терять драгоценное время?

В работе предпринята попытка дать ответы на оба этих вопроса. Во втором разделе содержится обзор приватизационной политики и сделок, заключенных за последние три года. В третьем разделе описывается дилемма, с которой столкнулись белорусское руководство: объективная необходимость продолжить приватизацию, в то время как во многих случаях цены, по которым государственные предприятия можно продать частным инвесторам, упали. В четвертом разделе содержаться рекомендации по проведению «двойственной стратегии» при решении указанной дилеммы. Пятый раздел содержит основные выводы.

## 2. Приватизация в Беларуси: обзор и последние результаты

До конца 2006 г. экономическая политика в Беларуси основывалась на приоритете государственной собственности и на особых отношениях с Россией, включая таможенный союз и значительные российские субсидии через механизм искусственно низких цен на импортируемые энергоресурсы. Однако и с фискальной точки зрения не существовало особого давления на проведение активной приватизации, поскольку государственные финансы были достаточно прочными. В этих условиях не удивительно, что приватизация в стране была крайне ограниченной. Кумулятивные доходы от приватизации, как процент от ВВП, в Беларуси были гораздо ниже, чем в других трансформационных странах ЦВЕ, что отражает рис. 1.

**Рисунок 1. Кумулятивные доходы от приватизации (% от ВВП)**



Источник: ЕБРР.

Ситуация в значительной степени изменилась, когда Россия решила постепенно уменьшить объем энергетических субсидий Беларуси. В 2007 г. цена на импортируемый газ более чем удвоилась. Кроме того, условия по покупке нефти также ухудшились, что имело существенный негативный эффект на государственные финансы. В результате этого «энергетического шока», влияние которого все еще продолжается, стало ясно, что старая социально-экономическая модель больше не работает. Кроме того, усилилось фискальное давление. В этих условиях правительство решило фундаментально изменить модель экономического развития. С тех пор привлечение прямых иностранных инвестиций и приватизация государственных активов рассматриваются как ключевой фактор модернизации частично устаревших основных фондов и как способ увеличить эффективность, зарплаты и конкурентоспособность страны на мировых рынках. Кроме того, поступления от приватизации крайне актуальны для финансирования негативных последствий реструктуризации экономики, таких как высокая безработица

Это изменение экономического мышления, которое произошло как реакция на «энергетический шок», может быть проиллюстрировано с разных сторон. Следующие наблюдения суммируют основные изменения:

Во-первых, риторика официальных лиц полностью изменилась. Новая цель – открытие страны и сотрудничество с иностранными и западными инвесторами – была неоднократно повторена различными официальными лицами высокого ранга, включая президента страны. Осенью 2008 г. Беларусь показала свои инвестиционные возможности на Лондонском инвестиционном форуме, который проводился впервые.

Во-вторых, были успешно осуществлены мероприятия по улучшению инвестиционного климата и регулирования бизнеса. Эти улучшения немедленно отразились в улучшении места Беларуси в отдельных рейтингах, измеряющих качество деловой среды<sup>1</sup>. Ниже приведены отдельные основные законодательные изменения:

- отмена института особого права государства («золотой акции») на участие в управлении хозяйственным обществом<sup>2</sup>. Несмотря на ограниченную практику его использования<sup>3</sup>, само существование такой возможности негативно сказывалось на инвестиционном имидже страны;
- принятие Программы приватизации на период 2008–2010 гг.<sup>4</sup>. Программа состоит из двух частей. Первая часть включает список из 519 предприятий, которые будут акционированы: 176 предприятий в 2009 г., 213 – в 2009 г. и 130 – в 2010 г.<sup>5</sup> Вторая часть представляет список из 147 ОАО, пакеты акций которых предполагается продавать в соответствии с декретом №7. Этот список включает предприятия различных отраслей, включая потенциально интересные для инвесторов предприятия машиностроения и ВПК;
- указ президента № 113 позволяет покупать убыточные предприятия как имущественный комплекс на конкурсной основе<sup>6</sup>. Это является важным шагом в приватизации убыточных предприятий, поскольку их приватизация через процедуру банкротства заблокирована<sup>7</sup>. Однако многочисленные финансовые и социальные ограничения и условия<sup>8</sup> в рамках этой процедуры могут сделать ее непривлекательной для потенциальных инвесторов.
- Декреты президента №5<sup>9</sup> и №7<sup>10</sup> направлены на либерализацию и развитие фондового рынка. Декрет №5 уменьшил ставку налога на доходы от операций с акциями и облигациями с 40% до 24%. Декрет №7 регламентирует постепенную отмену запрета на отчуждение акций, приобретенных отчуждение акций, приобретенных по льготной подписке работниками предприятия или населением за ваучеры в отделениях Сбербанка<sup>11</sup>. Отмена запрета будет проходить в три этапа<sup>12</sup>.

<sup>1</sup> Беларусь поднялась вверх со 115 места в 2008 г. до 85 в 2009 г. в рейтинге Всемирного банка Doing Business, т.е. на 30 позиций за один год, что сделало ее четвертой по масштабам реформирования бизнес среды среди 10 наиболее реформируемых стран мира.

<sup>2</sup> Указ № 144 от 04 марта 2008 г. «О признании утратившими силу некоторых указов (отдельного положения указа) Президента Республики Беларусь».

<sup>3</sup> «Золотая акция» применялась в стране всего в 22 случаях.

<sup>4</sup> Декрет № 7 от 14.04.2008 г.; постановление Совета министров №1021 от 14.07.2008 г.

<sup>5</sup> См. приложение А.1. о масштабах реформирования собственности в стране.

<sup>6</sup> Указ № 113 от 25 февраля 2007 г. «О порядке и условиях продажи юридическим лицам предприятий как имущественных комплексов убыточных государственных организаций».

<sup>7</sup> См. Закон Республики Беларусь «Об экономической несостоятельности (банкротстве)».

<sup>8</sup> Наиболее важными условиями являются: погашение всех долгов предприятия, реализация социальных программ, сохранение занятости, аренда земли (т.е. отсутствие возможности приватизации земли, на котором расположено убыточное предприятие).

<sup>9</sup> Декрет №5 от 20 марта 2008 г. «О внесении изменений и дополнений в Декрет Президента Республики Беларусь от 23 декабря 1999 г. № 43».

<sup>10</sup> Декрет № 7 от 14 апреля 2008 г. «О внесении изменений и дополнений в декрет президента Республики Беларусь от 20 марта 1998 г. № 3».

<sup>11</sup> Согласно декрету №3 от 20.03.1998 г. и дальнейшим изменениям в закон «О приватизации» в 1999 г., акции, приобретенные белорусскими гражданами на льготных условиях (на 20% меньше номинальной цены) или за приватизационные чеки, не могут быть отчуждены во время чековой приватизации (которая формально продолжается до сих пор). Это было сделано для того, чтобы

В-третьих, и это самое главное, количественно важность приватизации значительно выросла в 2007 и 2008 гг. по сравнению с 2006 г. В то время как поступления от приватизации<sup>13</sup> были незначительными в 2006 г. (примерно USD 0.03 млн.), они составили примерно USD 1203 млн. в 2007 г. и USD 945 млн. в 2008 г. Основные приватизационные сделки, имеющие место в 2007–208 гг., приведены в табл. 1 и 2.

**Таблица 1. Основные приватизационные сделки в 2007 г.**

Предприятие	Сектор	Покупатель	Сумма сделки, USD млн.
Мобильный оператор Velcom (31%)	Телекоммуникации	SB-Telecom <sup>14</sup> , Кипр	556.00
Белтрансгаз <sup>15</sup> (12.5%)	Транзит газа	Газпром, Россия	625.00
Мотовелло (99.7%)	Машиностроение	ATEC Holding GmbH, Австрия	7.20
Березовский комбинат силикатных изделий (100%)	Строительство	«Трайпл», Беларусь	0.15
Белвнешэкономбанк (47.4%)	Банковский сектор	Внешэкономбанк, Россия	24.10
Белсчеттехника (30.1%)	Металлургия	«Дайнова» (Украина – Россия – Великобритания)	2.81
АТЕР-5 (1.51%) «Орбита-Сервис (26.78%)	Транспортный сектор Ремонт бытовой электротехники	Norvegijas Riepas, Латвия «Элитпартнер», Беларусь – Украина	0.21 0.19
БелМОО-Строй (51%)	Производство кассовых аппаратов	Vanjes Holdings Ltd, Кипр	0.21

Источник: Государственный комитет по имуществу Республики Беларусь.

**Таблица 2. Основные приватизационные сделки в 2008 г.**

Предприятие	Сектор	Покупатель	Сумма сделки, USD млн.
Мобильный оператор БеСТ (80%)	Телекоммуникации	Turkcell, Турция	500.00 <sup>16</sup>
Белтрансгаз (12.5%)	Транзит газа	Газпром, Россия	625 .00
Экспериментальный завод им. Гастелло (49%)	Машиностроение	Амкодор, Беларусь	1.08
Красный октябрь (91.25%)	Легкая промышленность	«Марко», Беларусь	0.08

Источник: Государственный комитет по имуществу Республики Беларусь.

Однако эта впечатляющая динамика неожиданно закончилась в 2009 г. Кроме продажи 12.5% акций Белтрансгаза за USD 625 млн., что было договорено еще в 2007 г., в 2009 г. не было осуществлено значимых приватизационных сделок. Тема приватизации по-прежнему стоит в повестке дня, однако она не отражается в каких-то конкретных сделках. В следующем разделе предложены причины, объясняющие данный процесс.

---

предотвратить массовую продажу акций индивидуальными акционерами и контролировать структуру акционерного капитала.

<sup>12</sup> На первом этапе (с 1 апреля 2008 г.) отменяется ограничение на отчуждение акций обществ, в уставных фондах которых доля государства либо отсутствует вообще, либо составляет 75% и более. На втором этапе (с 1 января 2009 г.) будут отменены ограничения на отчуждение акций акционерных обществ с долей государства свыше 50%. На третьем этапе (с 1 января 2011 г.) все ограничения будут полностью отменены. При этом на первом и втором этапе, согласно постановлению правительства №1927, отмена ограничений не распространяется на акции акционерных обществ, обеспечивающих функционирование стратегически значимых отраслей экономики, см.: [http://gki.gov.by/info-center/state-property-fund/share/forms/d58758c818db\\_4e79.html](http://gki.gov.by/info-center/state-property-fund/share/forms/d58758c818db_4e79.html). Следовательно, полный эффект от данной меры можно ожидать только после 2011 г.

<sup>13</sup> Под доходами от приватизации понимаются поступления, полученные от продажи принадлежащих государству акций.

<sup>14</sup> В октябре 2007 г. Кипрский SB-Telecom продал принадлежащий ему пакет акций Telekom Austria за EUR 535 млн.

<sup>15</sup> Согласно подписанному контракту Газпром ежегодно покупает 12.5% акций Белтрансгаза за USD 625 млн. до 2011 г. (в итоге он приобретет 50% акций за USD 2.5 млрд).

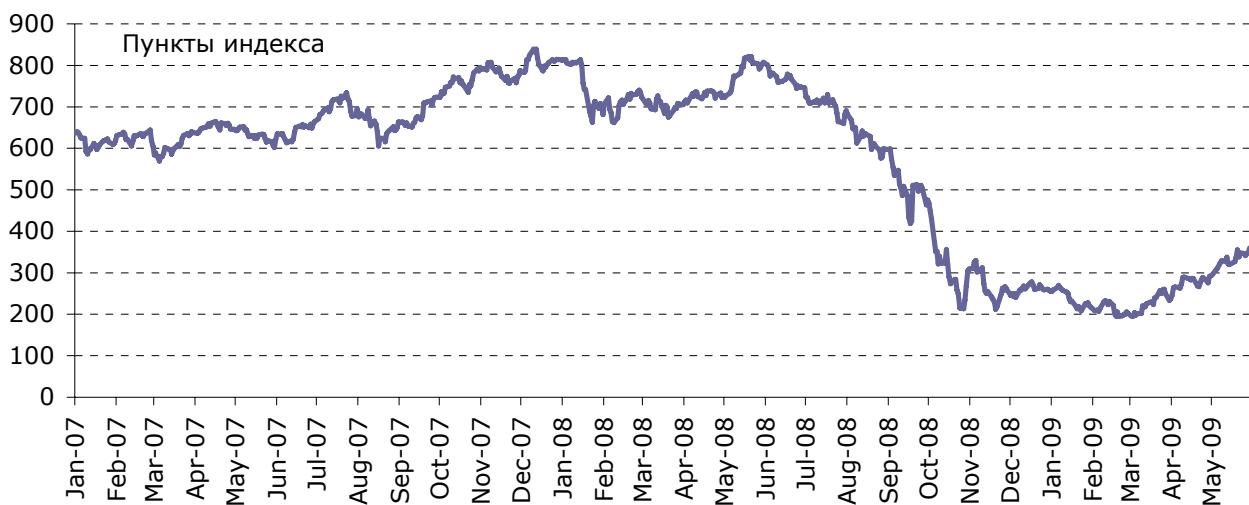
<sup>16</sup> Однако компания имела кредитную задолженность Китаю в размере USD 234 млн. Благодаря определенному изменению законодательства, эта задолженность была включена в финальную цену БеСТа. Следовательно, реальные поступления за 80% акций БеСТа составили только USD 266 м.

### **3. Текущая дилемма в области приватизации в Беларуси**

Лица, ответственные за принятие решений в Беларуси, в настоящее время стоят перед дилеммой, касающейся дальнейшего проведения приватизационной политики. С одной стороны, существует объективная потребность продолжать приватизацию, начатую в 2007 г. Со структурной точки зрения, приватизация является критически важной для модернизации основных фондов и внедрения современных навыков менеджмента на уровне компании. Она обеспечивает важный якорь для восстановления потенциала среднесрочного роста, и, следовательно, обеспечения макроэкономической стабильности в более долгосрочном периоде. Критически важной задачей является улучшение качества белорусских товаров для более успешной конкуренции на международных рынках и расширение достаточно узких направлений экспорта (кроме нефтепродуктов). Недавнее решение о совместном вступлении в ВТО Беларуси, России и Казахстана не оставляет Беларуси много времени. Также приватизация имеет огромное значение и с точки зрения платежного баланса. Вследствие энергетического шока 2007 г., а также снижения экспорта, страна нуждается в дополнительном притоке капитала для поддержки стабильности национальной валюты. И, наконец, приватизация очень важна с фискальной точки зрения. Поступления от приватизации крайне важны сегодня, когда доходы бюджета падают, что происходит не только в Беларуси.

С другой стороны, текущая мировая ситуация не способствует приватизационным сделкам. Компании во всем мире озабочены решением своих собственных проблем и их интерес к «рискованным» активам за границей значительно упал. Кроме того, рецессия в ЦВЕ делает туманными перспективы будущего роста и возможности получать прибыль для местных компаний. И наконец, в настоящее время крайне трудно получить необходимое финансирование для приобретения новых активов, учитывая бедственное положение банковского сектора в мире и стратегию по снижению объемов кредитования, выбранную большинством банков. В текущих экономических условиях инвесторы предпочитают выждать. Как следствие всех этих негативных тенденций, цены/оценка компаний резко упали. Это особенно характерно для стран ЦВЕ, региона, который больше всего пострадал от текущего кризиса, что отражает рис. 2. Падение цен на акции на фондовом рынке в этом регионе можно использовать как грубую оценку возможного падения цен на активы приватизируемых в Беларуси предприятий. Следовательно, в случае, если Беларусь решит продолжить свою программу приватизации, естественно ожидать получения очень скромных доходов от продажи своих активов.

**Рисунок 2. Динамика цен на акции в Восточной Европе, 2007–2009**



Примечание. Этот индекс включает торговлю 92 видами акций в 5 различных странах (Россия, Польша, Турция, Венгрия и Чехия).

Источник: MSCI, EM EUROPE Standard Core Index (in US-Dollars).

Подводя итог, можно сказать, что Беларусь в настоящее время стоит перед основной дилеммой в отношении будущего курса приватизационной политики. С одной стороны, продолжение приватизационного процесса имеет огромное экономическое значение; с другой стороны, реально никто не хочет продавать большое количество активов по сниженным

ценам («горячим ценам»). Из этой дилеммы вытекает вопрос: что делать? Нужно ли Беларусь продавать многочисленные государственные предприятия по низким ценам? Или возможна стратегия, которая делает возможным продолжение процесса приватизации без значительных фискальных потерь? В следующем разделе дано описание такой стратегии.

#### **4. Рекомендации по продолжению процесса приватизации**

Как уже стало понятно из предыдущего раздела, общая задача для лиц, принимающих решения, должна состоять в продолжении приватизации, даже в текущих сложных условиях. Страна не должна потерять драгоценное время на необходимую модернизацию основных фондов, что поможет начать восстановительный рост и увеличить потенциал экономического роста в среднесрочной перспективе. Авторы предлагают Беларусь осуществлять двойственную стратегию, состоящую из следующих элементов:

##### **4.1 Продолжение и ускорение приватизации**

Узкий фокус только на фискальном эффекте приватизации является неэффективным, поскольку экономические выгоды от приватизации значительно шире. С более широкой точки зрения, которая принимает во внимание и другие выгоды, становится понятно, что процесс либерализации бизнес климата и расширения доли частного сектора необходимо продолжить. Соответственно, приватизация является важной частью общих структурных изменений, которые нужно расширить. Интенсификация приватизации рекомендуется и МВФ, который настаивает на дальнейших институциональных и правовых изменениях, что полностью поддерживается авторами данной работы<sup>17</sup>.

Показав, что узкий фокус только на фискальных аргументах не является корректным, можно привести и другие аргументы для уменьшения остающихся опасений. В то время как фондовый рынок во всем мире, и особенно в странах ЦВЕ, значительно упал во время кризиса, другая, более противоречивая картина появляется исходя из секторального анализа цен на акции. Действительно, цены фондового рынка (и, следовательно, цены, которые будут получены на продаваемые активы) в настоящий момент ниже, чем они были на пике роста в середине 2008 г. В тоже время можно увидеть некоторые различия в разных отраслях и секторах. В определенных отраслях, в которых Беларусь имеет привлекательные активы (например, в нефтехимическом и газовом секторах, розничной торговле, телекоммуникациях), падение цен не было столь значительным как в других отраслях (см. приложение А.2 и рисунок). Более того, оценивая «правильный» уровень цен на акции и активы, нужно понять, что брать в качестве корректной «шкалы». Вряд ли можно рассчитывать на возвращение цен на акции времен «золотого года» (середина 2008 г.) в ближайшие несколько лет. Рассматривая среднесрочную историческую перспективу и абстрагируясь от спорного «ценового пузыря», текущие оценки приближаются к своим более реалистичным значениям.

Авторы данной работы полагают, что даже в текущих тяжелых внешних условиях в некоторых отраслях у правительства существуют возможности получения весомых доходов от продажи своих активов. Предлагая государственные активы частным инвесторам, государство может влиять на успешный результат переговоров, предлагая верные условия и стимулы. В области приватизации, по нашему мнению, для достижения положительного эффекта, следующие факторы имеют первостепенное значение:

- **Гибкость в выдвижении предварительных условий:** отсутствие большого количества жестких условий для потенциальных инвесторов (о занятости, политике производства и продаж, обязательств сохранять социальную инфраструктуру и пр.) является ключевым фактором. Необходимо помнить, что частные инвесторы оценивают принадлежащие государству активы исключительно из их возможности приносить прибыль в будущем.
- **Ограниченнная возможность вмешательства после заключения сделки:** аналогично, необходимо ограниченное вмешательство государства в работу приватизированных компаний после заключения сделки – от ценовой политики до необходимости согла-

<sup>17</sup> Среди этих изменений: принятие нового закона «О приватизации», создание нового независимого приватизационного агентства, проведение приватизации согласно лучшим мировым практикам и стандартам.

ситься с государственными инвестициями или политикой занятости. Этот фактор, в свою очередь, является частью более широкой системы по либерализации бизнес климата и воздействует на частные предприятия в целом.

- Приватизация прибыльных и убыточных активов: является ли предприятие прибыльным или убыточным не должно влиять на стратегическое решение его приватизировать. На честном и открытом аукционе или тендере это всего лишь вопрос запрашиваемой цены. В то время как убыточные активы являются мало привлекательными для инвесторов и, следовательно, могут быть проданы только по низкой цене, обязательство продавать акции коммерчески успешных предприятий будет способствовать получению более высоких доходов в казну государства.
- Прозрачность, конкурентность и открытость: очень важно, чтобы проведение приватизации осуществлялось в лучших мировых традициях в открытом и прозрачном виде. Напротив, некоторые из прежних приватизационных сделок не соответствовали этим стандартам (некоторые сделки были оформлены президентским указом), переговоры носили закрытый характер (включая отсутствие публично озвученной суммы сделки). Были нарушены положения закона об организации конкурса или тендера, а также возможности купить акции дополнительной эмиссии.
- Отсутствие резких изменений в экономической политике: в начале 2007 г. проводились переговоры по приватизации цементных заводов, однако позже было принято решение развивать цементную отрасль самостоятельно. Аналогичные процессы характерны для пивной и пищевой промышленности. Эти внезапные изменения в приватизационных планах были в глазах многих заинтересованных инвесторов основным доказательством отсутствия прозрачности, независимости и надежности приватизационного процесса. Это, в свою очередь, негативно влияет на имидж страны, подрывает доверие инвесторов и, соответственно, снижает цены, которые могут быть получены. Следовательно, существуют прямые отрицательные фискальные последствия от таких пересмотров приватизационной политики.

#### 4.2 Предварительная приватизация

Объективная необходимость в продолжении приватизации, даже в текущих экономических условиях мирового финансового кризиса, была доказана выше. Не существует другой альтернативы проведению структурных изменений в экономике. Однако, для того чтобы смягчить существующие фискальные страхи продажи по слишком низким ценам, это общее направление реформирования должно быть дополнено сделками по предварительной приватизации. Такие сделки особенно актуальны для компаний, чья текущая приватационная стоимость резко упала из-за глобального экономического кризиса.

Предприватизация (pre-privatization) может быть определена как продажа пакета акций государственного предприятия (т.е. 25% плюс 1 акция, хотя конкретный размер пакета обсуждается на переговорах и может сопровождаться предоставлением кредита) к общественной международной финансовой организации (МФО). Это может быть многосторонняя публичная организация (как ЕБРР или МФК) или двусторонний банк развития (на подобие KfW/DEG)<sup>18</sup>. Основная цель, лежащая в основе данной сделки – это будущая продажа остающихся в государственных руках акций, т.е. полная приватизация. В тоже время, новый совладелец использует свой опыт реструктуризации предприятия и улучшения корпоративного управления, и, следовательно, увеличивает его будущую стоимость для частных инвесторов. Удачный пример реализации такой стратегии предприватизации приведен во вставке 1.

Существует целый ряд преимуществ, связанных с инструментом предприватизации:

- Сильные сигналы через официальные обязательства: прежде всего, процесс приватизации продолжается. Помимо существующих частных ресурсов используются фонды международных организаций. Такие широкие официальные обязательства явля-

<sup>18</sup> Названия этих организаций здесь приведены просто в качестве примера. На этой стадии невозможно дать конкретные названия организаций, которые будут вероятными партнерами в такого рода сделках, поскольку это зависит от общих аспектов, таких как стратегия банка в стране, и другие специфические детали.

ются также важным сигналом иностранным частным инвесторам, что может иметь определенный эффект в будущем при принятии ими инвестиционных решений.

Однако ядром подобных сделок является четкий и прозрачный график будущей полной приватизации, включая сроки и штрафы в случае, если сроки не будут выполняться. Без готовности государства придерживаться подобной схемы интерес МФО к предприватизационным сделкам будет минимален. Это подчеркивает необходимость тесной кооперации между МФО (в качестве миноритарного акционера) и государства, включающей в себя утверждение четких сроков будущей приватизации. Для того чтобы защитить себя от возможных задержек или срывов в приватизационном процессе, МФО в последнее время оговаривало так называемые «опционы с правом продажи» в исходных инвестиционных контрактах с государством. Этот механизм позволял МФО продавать обратно миноритарные доли компаний, ранее приобретенные у государства, в случае не выполнения последним оговоренного процесса приватизации.

- **Отсутствие продаж по «горячим ценам»:** МФО платят обычно по относительно хорошим ценам за доли в предприятиях по предприватизационным сделкам, т.е. отсутствуют продажи вовлеченных в приватизацию предприятий по «горячим ценам». Цены, которые будут утверждены, тем не менее, будут отражать экономическую реальность, но они не будут столь зависимы от краткосрочных колебаний, которые наблюдаются на рынке частного капитала. Деньги, инвестируемые в ходе предприватизации, не идут напрямую государству, так как сделка обычно проходит в виде увеличения уставного фонда, т.е. деньги остаются у предприятия и идут на цели инвестирования. Государство же выигрывает от данной сделки только косвенно за счет того, что снижается потребность в финансовой поддержке данного предприятия.
- **Поддержка платежного баланса:** полученные доходы поддерживают платежный баланс и, следовательно, обменный курс белорусского рубля.
- **Реструктуризация:** помимо финансовых аспектов, получаемых в краткосрочном периоде, участие опытных международных организаций как стратегических совладельцев влечет за собой дополнительные выгоды в средне- и долгосрочной перспективе. Новый совладелец может активно помогать в реструктуризации предприятия, соответственно увеличивая экономический потенциал и стоимость компании, получаемую в будущем при продаже его стратегическому инвестору.
- **Поддержка будущей продажи остающихся у государства акций:** последнее, но не менее важное, преимущество состоит в профессиональном опыте таких организаций в подготовке открытого и прозрачного процесса будущих продаж в соответствии с общемировыми практиками. Так как государство и МФО выйдут из прав собственности на предприятие одновременно, их интересы взаимосвязаны. Это гарантирует, что условия по получению оптимальной продажной цены на остающиеся у государства акции будут соблюдены, что, в свою очередь, в дальнейшем поможет смягчить опасения от продаж по «горячим ценам» на начальном этапе.

#### **Вставка 1: Пример предприватизационной сделки: Banca Comerciala Romana (2003)**

Государственный Румынский коммерческий банк (Banca Comerciala Romana) – крупнейший банк в Румынии, с 35% долей рынка в конце 2002 г. В качестве более широкой поддержки реформы финансового сектора страны ЕБРР и МФК решили купить акции в рамках пре-приватизационной инвестиции. Они приобрели миноритарный пакет акций банка в 25% (плюс две акции) у румынского приватизационного агентства. Общий объем инвестиций в акции составил USD 222 млн.

Согласно ЕБРР, проект преследовал две цели. Во-первых, инвестиция ускорила переход банка из государственной собственности в частную. Правительство обязалось приватизировать полностью банк к концу 2006 г., т.е. примерно 3 года спустя, что и произошло (покупатель – австрийский Erste Bank). Во-вторых, эта сделка помогла подготовить банк к приватизации путем улучшения его бизнеса и операций, а также корпоративного управления. ЕБРР, МФК и правительство заключили Соглашение акционеров, включая план по развитию организации (Institution-Building Plan), расписывающий как сам банк готовится к приватизации. В дополнение, эта сделка имела важный демонстрационный эффект в целом, сигнализируя о надежности в банковском секторе и общем инвестиционном климате.

Источник: ЕБРР, <http://www.ebrd.com/projects/psd/psd2003/29327.htm>.

## **5. Заключение**

Начиная с 2007 г., Беларусь предприняла важные шаги по либерализации своей экономики, где доминирует государственный сектор. Более активная программа приватизации была одним из ключевых моментов в этом изменении экономического мышления. Однако в современных жестких экономических и финансовых условиях реализация этой стратегии была отложена. Наиболее вероятно, что причиной для этой остановки явилось снижение цен, которые могут быть получены за продаваемую госсобственность. Руководство страны предпочитает подождать с будущими сделками, пока цены на предлагаемые активы не улучшатся.

В этой работе мы показываем, что процесс приватизации в Беларуси ни в коем случае не должен быть остановлен. Для того чтобы увеличить потенциал роста в среднесрочной перспективе и обеспечить макроэкономическую стабильность на устойчивой основе, процесс необходимо продолжать, даже с большей скоростью, чем прежде. Ожидание – это не выход, поскольку потеря времени отбрасывает страну назад.

В качестве выхода мы предлагаем двойственную стратегию: во-первых, мы настоятельно рекомендуем продолжение процесса приватизации, нацеленного на частных (иностранных) инвесторов, даже по ценам ниже полученных в 2007–2008 гг. Очевидно, что эти «златые годы» в области цен на активы уже в прошлом и маловероятно, что они вернутся в ближайшем будущем. В тоже время, срочные инвестиционные потребности государственных предприятий делают ускорение процесса приватизации необходимым, поскольку дальнейшее ее откладывание уменьшает экономическую стоимость основных фондов. Более того, как уже отмечалось, общее снижение фондовых цен во всем регионе затемняет тот факт, что в секторальном разрезе, все еще существуют некоторое количество интересных активов в секторах, где снижение фондовых цен не так значительно. Активы в отраслях, ориентированных на конечного потребителя (агробизнес, включая пищевую промышленность), и отдельные энергетические компании все еще имеют потенциал быть проданными не по «горячим ценам». Вторая часть нашей стратегии состоит в более активном использовании инструментов «предварительной приватизации». В этом случае миноритарный пакет акций предприятия, работающего в секторе, значительно подверженном влиянию кризиса, продается публичной международной финансовой организации (МФО) с целью продать остающиеся акции позже, на второй стадии. В тоже время, МФО поможет реструктуризовать и модернизировать предприятия, что увеличит его стоимость и будущую цену продажи всего предприятия. Для того чтобы использовать возможности предприватизации более активно, государству следует выделить небольшое число проектов (к примеру 10), которые имеют шансы на успех. Осуществление этих pilotных проектов даст сигнал инвесторам и подтвердит заинтересованность государства в успехе приватизации. В целом, предлагаемая двойственная стратегия позволяет значительно уменьшить фискальные опасения продажи активов по слишком низким ценам, сохранив высокий темп реформирования собственности.

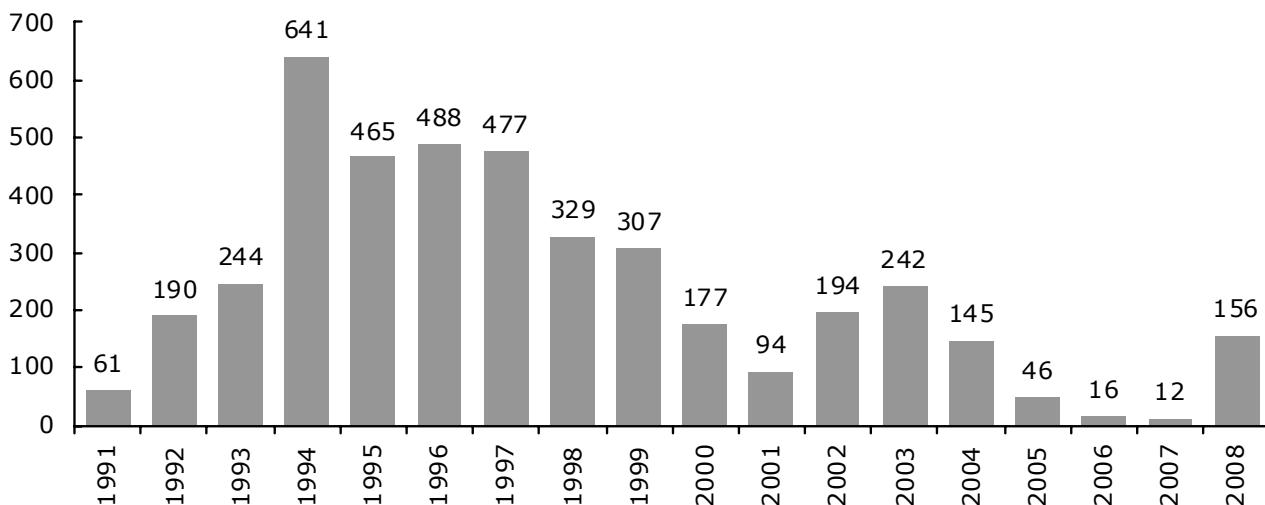
## Приложение

### A.1. Динамика изменения формы собственности в Беларуси в 1991–2008 гг.

В Беларусь акционирование государственных предприятий является первым шагом в процессе приватизации. Во время акционирования государственное предприятие изменяет свой юридический статус, и вместо государственного унитарного предприятия становится открытым акционерным обществом (ОАО)<sup>19</sup>. Во время этого процесса происходит оценка капитала предприятия (по номинальной и рыночной стоимости), формирование и регистрация акционерного капитала, количества и номинальной цены одной акции. Важно подчеркнуть, что все созданные в последние годы ОАО имеют 100% государственный капитал. И только после акционирования возможна продажа принадлежащих государству акций частным инвесторам.

Акционирование имеет волнообразный характер, рис. А1. После первой волны в середине 1990х количество реформируемых предприятий значительно сокращалось до 2001 г. В начале этой декады была вторая, меньшая волна. В 2007 г. минимальное количество предприятий сменило свой правовой статус. Однако эта тенденция резко изменилась в 2008 г., когда количество реформированных предприятий значительно возросло. Если в 2007 г. только 5 ОАО было создано (из 12 предприятий, сменивших свой статус), то в 2008 г. – 107 (из 156 предприятий поменявших правовой статус). Тем не менее, в целом процесс акционирования все еще очень медленный – к 2009 г. примерно около 40% предприятий промышленности акционировано, в строительстве – 32%, в сфере услуг – 70% предприятий. Это означает, что у соответствующих государственных структур впереди огромное поле для работы по изменению правового статуса предприятий (акционированию).

**Рисунок А1. Динамика изменения правового статуса предприятий в Беларуси в 1991–2008 гг.**



Источник: Государственный комитет по имуществу Республики Беларусь.

### A.2. Динамика цен на фондовом рынке: секторальный анализ

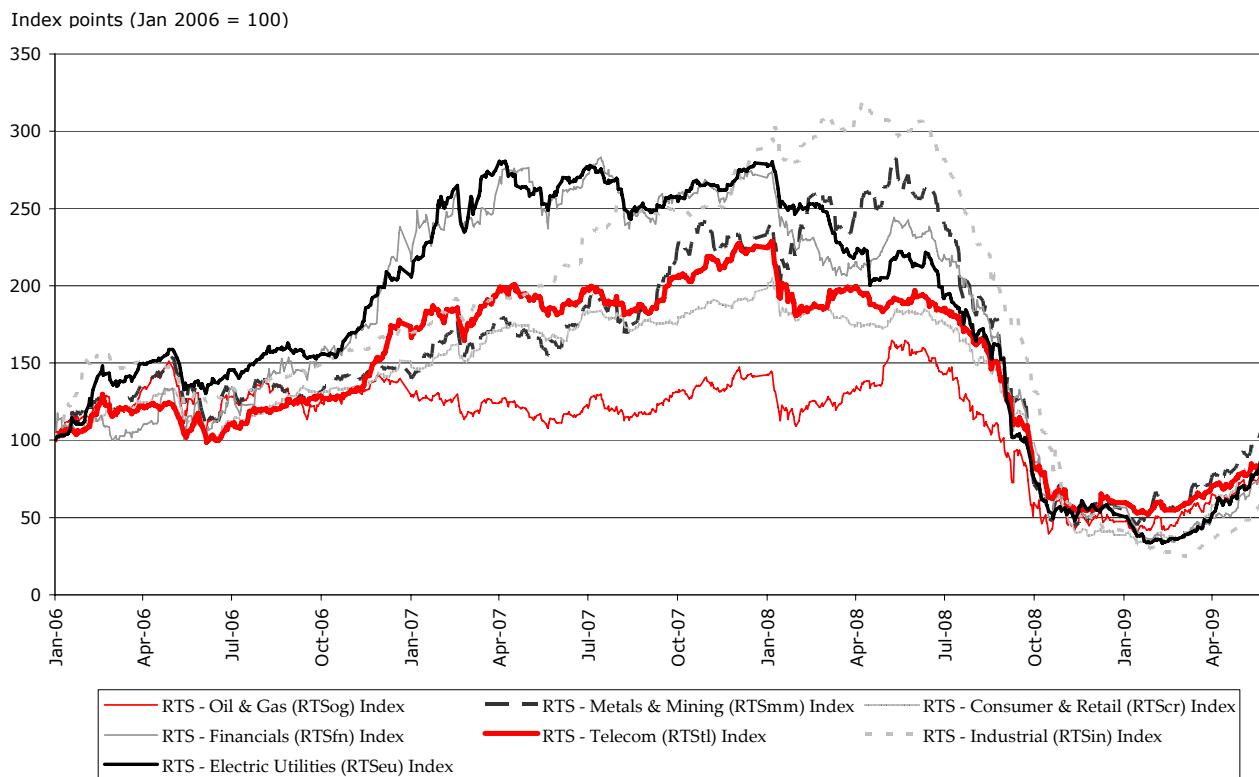
Поскольку фондовый рынок Беларусь не развит достаточно, на рисунке ниже показана динамика изменения российского фондового индекса РТС по различным секторам. На рисунке отчетливо видно, что исходя из секторальной принадлежности, изменение цен на акции различается, хотя есть и общая тенденция – падение цен на все виды акций. Это, в свою очередь, доказывает, что отдельные сектора экономики более успешно сопротивляются влиянию кризиса, а инвесторы все еще готовы платить относительно стабильные цены за активы в этих секторах.

Как видно, сектор «металлургия и добыча полезных ископаемых» в настоящий момент лидирует в этой базе данных (01.01.2006 г.) и практически достиг своей первоначальной

<sup>19</sup> В результате изменения правового статуса предприятия могут возникнуть и другие организационно-правовые формы, однако, как правило, ОАО является доминирующей.

стоимости. Сектора «ЖКУ/электроэнергия», «потребительский сектор/розничная торговля» и «телеинформатики» идут за ним; во всех этих секторах Беларусь имеет потенциально привлекательные активы для инвесторов.

#### **Рисунок А2. Секторальная динамика фондовых индексов в России (2006–2009 гг.)**



Источник: РТС, <http://www.rts.ru/en/index/sectoral.html>.