



Семенкова Е.В., д.э.н.

НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

1 ДЛ Я ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ В ПОСТКРИЗИСНОМ ПЕРИОДЕ

*Когда случается плохое, пессимистам легче.
Они себя могут утешать тем, что обо всем знали заранее.*

В. Домиль

Финансовый кризис коснулся не только участников финансового рынка, но и затронул все стороны экономической жизни страны, поэтому, сегодня как никогда важно извлечь уроки и понять истоки кризиса, определить наиболее важные моменты в развитии кризисной ситуации в России.

В течение нескольких месяцев фондовые рынки почти постоянно падали, денежный и кредитный рынок вздрагивал и замирал, а процентная ставка резко повышалась.

Если в этих условиях не установить причины кризиса, то нельзя определить ни краткосрочную ни долгосрочную перспективу развития экономики. В качестве основной причины мирового кризиса называют американскую финансовую катастрофу. Это безусловно так, поскольку в финансовом мире сложился однополярный мир – деньги и власть сконцентрировались в Лондоне и Нью-Йорке. Более 65% официальных денежных резервов различных государств всего мира размещены в долларах, а крупнейшие биржи США определяют цены на финансовые активы, устанавливают правила игры в глобальном рыночном пространстве.

Однако кризис не был бы таким глубоким в России (российский рынок упал на 74% - 80%), если бы его возникновение было бы связано только с американской финансовой катастрофой. В России тоже есть свои причины для кризиса.

Фундаментальные причины российского кризиса является и то, что рост заработной платы в течение длительного времени опережал рост производительности труда, а высокие политические риски не приводили к улучшению инвестиционного климата в России. В результате денежная масса накапливалась, вместо того, чтобы производительно использоваться в инвестициях, создавая тем самым предпосылки для инфляции.

Кроме того изменилась конъюнктура товарного рынка. Для России, прежде всего, отрицательным фактором выступило падение цен на нефть и металл. Это в свою очередь послужило основной причиной снижения курса рубля.



Движение курса валюты обусловлено, с одной стороны, фундаментальными причинами, с другой стороны, является областью воздействия, так называемых, поведенческих финансов.

Если говорить о фундаментальных составляющих, то состояние денежного обращения является отражением структуры экономики, как, например, температура у больного. Предпринимаемые сегодня правительством меры напоминают прием лекарств, которые сбивают температуру, а не лечат больного, таким образом, мы «лечим градусник».

Фундаментальные причины движения курса определяются реальным соотношением объемов российской и американской экономики. Если на базе объемов ВВП рассчитать соотношение стоимости рубля и доллара, то курс рубля будет никак не больше 20 рублей за доллар. Если рассматривать перспективы изменения курса рубля, то с позиции фундаментальной теории при сохранении существующей структуры производства, рубль будет слабеть. Создание же инновационной экономики, которое обеспечивается реализацией национальных проектов (если они в какой-то степени будут реализованы) приведут к укреплению рубля по мере роста эффективности производства.

При существующей структуре российской экономики с преобладанием добывающих отраслей сильный рубль вообще не нужен и чем он слабее, тем лучше для экспортно-ориентированной экономики. Все другие факторы, которые влияют на соотношение доллар-рубль из области поведенческих финансов.

Снижение курса рубля – это плата за нестабильность российской экономики и будущую волатильность точно определить невозможно, поскольку ситуация постоянно меняется. Сегодня очень важно не выходить за границы валютного коридора и поддерживать соотношение доллар-рубль, иначе инвестиции в реальный сектор экономики будут вытесняться инвестициями в валюту, с которой гораздо меньше проблем и возможно большая финансовая отдача.

По единодушному мнению экономистов главная причина кризиса – самые большие в истории пузыри на рынках кредитов и активов, приобретенные с большой долей заемных средств. К сожалению, этому был подвержен в большей степени российский рынок. Созданный как игрушка спекулянта, а не как механизм перетока сбережений в реальные инвестиции российский рынок всегда был приманкой для спекулятивного капитала и огромные средства международных инвесторов, прежде всего хеджфондов, двигаясь в мировом пространстве финансового рынка, агрессивно вторгались в пространство фондового рынка в России. В результате спекулятивной игры строились «воздушные замки» не имеющие под собой реального основания. Рыночная цена активов увеличивалась гораздо быстрее, чем реальная стоимость не только на фондовом рынке, но и на рынке недвижимости, товарных рынках и т.д. В конечном итоге это не могло не привести к финансовому кризису. Обычно индикатором кризисного состояния является падение котировок на бирже. Считается, что 10% падение основного индекса на бирже – признак кризисной ситуации на фондовых биржах экономически развитых стран, а на развивающихся рынках этот процент составляет 25%.

К сожалению, процесс падения котировок на фондовом рынке России носит не индивидуальный, а глобальный характер. При этом картина падения цен акций на бирже на развивающихся рынках, к которым относится Россия, в точности

повторяет движение курсов ценных бумаг на биржах экономически развитых стран.

Это видно на следующих графиках.

S&P 500



NIKKEI



ММВБ(ММВБ)



Источник Финнам.ру



Анализ долгосрочных тенденций свидетельствует, что масштабный кризис, который пришел из финансовой сферы в экономику – всерьез и надолго. Поэтому надежды, что он будет краткосрочным и небольшим не осталось. Речь идет о том будет ли затяжная U-образная рецессия со сроком минимум в 2 года или

возможна L-образная рецессия, которая растянется на десятилетия. С учетом риска глобального системного финансового кризиса – это не представляется столь уж невероятной перспективой.

Тяжелый кризис на фондовом рынке сопровождается кризисом ликвидности, прежде всего, в банковском секторе, который постепенно распространился и на платежеспособность предприятий.

Кризис ликвидности возрождает векселя, и бизнесу нужно вновь учиться с ними обращаться. Конечно, это шаг назад: в 1994-1996 годах объем вексельной массы был в четыре раза больше объема денежного обращения у нас в стране. Но в нынешних условиях это реальный шанс для функционирования компаний в условиях кризиса. Это начали понимать не только небольшие компании – векселями начал рассчитываться АвтоВАЗ, появились энергетические векселя.

Можно долго спорить о поводах, воздействие которых привело к началу кризиса ликвидности. Отказ американского правительства платить по долгам LEHMANBROTHERS, кризис платежей по ипотечным кредитам были первыми сигналами к началу эпохи всеобщего «тромбоза» в денежном обращении, который привел к «сидению на мешках», чтобы на спрятанные в них деньги впоследствии купить обесценившиеся активы. В качестве основной меры борьбы с кризисом ликвидности правительством ряда стран, в том числе и России, предлагается «закачивание денег» в экономику.

В настоящее время российское правительство пытается взять экономику под контроль, руководствуясь кейнсианскими рецептами². Накачивая экономику деньгами за счет бюджетных средств, оно, тем самым, увеличивает спрос, который, в свою очередь, порождает предложение. Насколько эффективна такая политика? Бюджетные инвестиции не всегда приносили желаемый результат. Вспомним постсоветское время, когда многие компании, даже маленькие организации, принялись вкладывать деньги в государственные краткосрочные облигации (ГКО) вместо того, чтобы реально инвестировать их в производство. Производством никто не занимался. В результате таких действий в экономике стали развиваться стагфляция¹ и слампфляция². Сегодня также возможны эти явления.

Для финансирования своих расходов государство предполагает возродить рынок государственных облигаций. Однако в этом случае стимулирующее воздействие на экономику согласно кейнсианским рецептам, может быть сведено на нет. «Эффект вытеснения» является серьезным доводом в аргументации монетаристов, подвергающих сомнению эффективность бюджетных и денежно-кредитных методов регулирования.

Сегодня в сильно меняющемся мире, по-видимому, не все кейнсианские рецепты принесут желаемое облегчение. Так практическая реализация тезиса о

¹ Стагфляция – сочетание стагнации и инфляции в экономике страны.

² Слампфляция (от англ. slump – спад) – сочетание спада производства и высокой инфляции.

том, что нагнетание платежеспособного спроса приводит к увеличению производства и занятости, могут и не оправдать ожиданий. Чем выше темпы инфляции, тем меньше безработица и наоборот, чем медленнее растут цены, тем больше людей теряет работу, - считают кейнсианцы. Достаточно вспомнить, что на базе «модифицированной» кривой Филипса, в которой динамика цен связана

обратной зависимостью с уровнем безработицы, совет экономических консультантов при президенте США принял в 1962 году решение ориентироваться на 4% уровень безработицы, который, по его мнению, соответствовал темпу инфляции 4% в год. В результате рост цен резко ускорился и приобрел хронический характер, а мы познакомились с этими двумя новыми терминами: стагфляция и слампфляция.

Кейнсианский рецепт «накачивания деньгами темпов роста экономического роста» может оказаться действенным только в условиях эффективной структуры экономики и эффективной структуры инвестиций. В настоящее время спекулятивные инвестиции становятся более прибыльными, чем инвестиции в реальный сектор экономики. К тому же структура их источников в настоящее время далека от эффективной. Это обусловлено тем, что доля кредита (9,4%) существенно меньше доли бюджетных ассигнований (21,2%). Как уже рассматривалось, в этом случае возникает эффект вытеснения, который состоит в том, что правительственные расходы, финансируемые в том числе за счет выпуска облигаций вытесняют расходы корпоративного сектора и общая величина расходов на хозяйство остается неизменной. Эффект вытеснения связан с тем, что суммы впрыскиваемые государством в общий поток расходов хозяйства приводит к образованию дефицита бюджетных средств, которые в конечном итоге, перекрывается одинаковым по величине сокращением затрат частного сектора в следствие покупки инвесторами облигаций правительственных займов, выпускаемых для покрытия дефицита бюджета.

Для преодоления этого эффекта необходимо замещение бюджетного финансирования кредитом. В настоящее время у банков нет длинных денег, а длинные деньги – это уровень доверия. Известно, что чем выше инфляционные ожидания, тем ниже доверие и тем короче деньги. Для эффективной модели финансирования необходимо обеспечивать мониторинг доходности и рисков инвестиций в реальный сектор экономики.

В этой связи совершенно очевидны истинные причины развития данного кризиса. Это: циклический характер экономики и банкротство существующей системы риск-менеджмента.

Николай Кондратьев в начале XX века описал циклы колебаний экономической конъюнктуры длиной 48-55 лет. Кондратьев доказал, что процесс становления и развития индустриального способа производства с конца XVIII в. осуществляется циклически и проходит через кризисы, связанные со сменой технологических укладов.

Как мы уже отмечали, мы вошли в так называемую L-образную рецессию (падение и длительная стагнация). Поэтому для дальнейшего успешного развития отечественным компаниям необходимо решить две задачи. Первая – оптимизировать источники финансирования для развития новых проектов. Вторая – научиться отбирать такие инновационные проекты, которые принесут реальную

отдачу. Кстати, малый и средний бизнес оказался в лучшей ситуации, чем крупный бизнес. Он привык жить без кредита, имеет низкую долговую нагрузку.

В кризисе выигрывают те, кто сделает ставку на инновационные проекты и найдет новые источники финансирования.

Финансовый кризис – это не только громадные потери, но и новые возможности. Поиск новых инвестиционных идей и стратегий для привлечения финансирования предприятия, наверное, самая актуальная задача для большинства российских предприятий в современных условиях. В этой связи появление нового финансового инструмента – биржевых облигаций – вызывает интерес не только у участников рынка, но и у предприятий-эмитентов, для которых во многом закрыты остальные пути привлечения финансирования.

Прошло почти 10 лет с момента первого биржевого размещения корпоративных облигаций³ и 25 марта 2008 года перечень долговых инструментов на российском рынке долговых бумаг расширился: осуществилось размещение «младшего брата» корпоративных облигаций – биржевых облигаций ОАО «РосБизнесКонсалтинг»⁴. Как и векселя, биржевые облигации являются неэмиссионными ценными бумагами, т.е. выпускаются без регистрации проспекта облигаций и государственной регистрации отчета об итогах их выпуска. Однако биржевые облигации выглядят лучше векселей по многим параметрам, так, например, ликвидность векселей меньше облигаций.

В современных жестких финансовых условиях привлечение ресурсов с помощью биржевых облигаций возможно на основе относительно низких процентных ставок, чем по другим вариантам заимствования. Немаловажным условием является и то, что выпуская биржевые облигации инвестор сможет контролировать кредитный риск, чего он не может делать выпуская векселя.

Особенность выпуска этих долговых ценных бумаг заключается при одновременном выполнении следующих условий:

1) размещение облигаций осуществляется путем открытой подписки на торгах фондовой биржи;

2) эмитентом облигаций является открытое акционерное общество, акции которого включены в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам;

3) эмитент облигаций существует не менее трех лет и имеет надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершённых финансовых года;

³ Первое размещение на биржевом рынке осуществило ОАО Лукойл.

⁴Справка о компании

ОАО «РБК – Информационные системы» – российский медиахолдинг (информационное агентство, бизнес-телевидение, электронные газеты, печатные СМИ, маркетинговые коммуникации) – зарегистрировано в 2000 году. Выручка по итогам 2007 года по данным управленческой отчетности достигла \$193 млн, EBITDA – \$24–26 млн. Торги акциями РБК начались на ММВБ в 2002 году, когда компания первой среди российских осуществила публичное размещение. Заявлено к размещению 1,5 млрд руб. В ходе аукциона поступило 86 заявок от отечественных и иностранных инвесторов на общую сумму 2,373 млрд руб., что составило 159% от объема выпуска. Ставка купона – 12,25% годовых. Дата размещения – 25 марта 2008 года, биржа – ММВБ. Организатор сделки – Альфа-Банк.



4) облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости;

5) срок исполнения обязательств по облигациям не может превышать один год с даты начала их размещения;

6) облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в депозитории, осуществляющем депозитарные операции по итогам сделок с ценными бумагами;

7) оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляются только денежными средствами.

Таким образом, они представляют собой краткосрочный биржевой инструмент, позволяющий привлекать ресурсы, воспользовавшись благоприятной рыночной конъюнктурой. Благодаря использованию биржевых облигаций акционерное общество имеет доступ к диверсифицированным ресурсам биржевого рынка, что расширяет его возможности в гибридном финансировании своего развития.

Пионерами на рынке биржевых облигаций и, разместившими свои ценные бумаги по открытой подписке на торгах ММВБ были:

РБК - объем выпуска ценных бумаг составил 1,5 млрд. рублей

АВТОВАЗ - объем выпуска ценных бумаг составил 3 млрд. рублей

Группа «РАЗГУЛЯЙ» объем выпуска ценных бумаг составил 0,5 млрд. рублей.

Выпуск биржевых облигаций в условиях благоприятной биржевой конъюнктуры является более дешевой заменой кредитов для компаний. По мнению экспертов, биржевые облигации надежных компаний, независимо от объема их капитала, могут пользоваться спросом. Но пока такие заимствования не очень популярны среди отечественных финансовых структур. Однако, как и в случае эмиссии облигаций, выпуск биржевых облигаций не допускается до полной оплаты уставного капитала акционерного общества. Иные установленные федеральными законами ограничения на выпуск не распространяются на биржевые облигации.

Биржевые облигации допускаются к торгам только на фондовой бирже, осуществившей листинг акций эмитента таких биржевых облигаций, причем к торгам только на одной фондовой бирже (ММВБ или РТС). Биржевые облигации в процессе их обращения могут быть допущены к торгам также на других фондовых биржах при условии осуществления процедуры допуска биржевых облигаций к торгам, предусмотренных законом.

Новизна данного инструмента вызывает интерес участников рынка и предполагает, что срок их обращения будет увеличен, поскольку биржевые облигации не имеют аналогов на отечественном рынке ценных бумаг по критериям удобства и стоимости организации выпуска. Допуск биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже осуществляется на основании заявления эмитента⁵. Фондовая биржа, на которой обращаются акции этого эмитента,

⁵ К указанному заявлению прилагаются решение о выпуске (дополнительном выпуске) биржевых облигаций, проспект биржевых облигаций, документы, подтверждающие соблюдение эмитентом требований законодательства Российской Федерации, определяющих порядок и условия принятия решения о размещении облигаций, утверждения решения о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций и проспекта облигаций, а также других требований, соблюдение которых необходимо при осуществлении эмиссии облигаций.



осуществляет допуск биржевых облигаций к торгам. С этой целью она обязана проверить документы, представленные для допуска биржевых облигаций к торгам, на предмет соответствия полноты содержащейся в них информации требованиям, установленным законодательством Российской Федерации и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Одним из самых трудоемких этапов эмиссии является подготовка проспекта ценных бумаг и решения об их выпуске. Эмитент готовит эти документы

8

совместно с андеррайтером, который и согласовывал эти документы с биржей, где они размещаются. После регистрации на бирже проспекта и решения о выпуске ценных бумаг биржевые облигации допускаются к торгам.

Датой допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже является дата принятия соответствующего решения уполномоченным органом фондовой биржи.

Размещение биржевых облигаций осуществляется путем аукциона. Например, при размещении биржевых облигаций инвесторы выставили на аукцион заявки, указав в них ту процентную ставку, которая их устраивала: один выставил доходность 12, другой – 12,25, третий – 12,5%. Общий спрос по всем инвесторам превысил предлагаемый объем в полтора раза. Потому эмитенту и удалось в итоге снизить процентную ставку до 12,25% с первоначальных 12,5%.

Владелец этих ценных бумаг вправе предъявить их к досрочному погашению, если акции эмитента исключены из списков допущенных к торгам на всех биржах.

Закон о ценных бумагах требует, чтобы сертификаты биржевых облигаций непременно хранились в депозитарии, осуществляющем операции по итогам сделок с биржевыми облигациями. Для того чтобы размещение биржевых облигаций стало возможно, необходимо заключить договор с Национальным депозитарным центром, который принял на учет наши ценные бумаги. И, кроме того, открыли брокерский счет в банке, на который поступали средства от размещения облигаций.

Биржевые облигации как краткосрочные долговые ценные бумаги, прежде всего, могут быть востребованы профессиональными участниками рынка ценных бумаг, инвестирующими в долговые инструменты, такие как финансовые векселя и корпоративные облигации.

Инвесторам может быть интересно то, что бумага выходит на вторичные торги уже на следующий после размещения день. Это не свойственно обычным облигациям, по которым нужно регистрировать отчет об итогах выпуска.

В первую очередь биржевые облигации как мобильный инструмент управления ликвидностью будут полезны банковским организациям, негосударственным пенсионным фондам. В резервах пенсионных фондов биржевые облигации могут занять в среднем до 10%. Биржевые облигации могут быть допущены к торгам в процессе их размещения или обращения только на фондовой бирже, что может оказаться интересным управляющим компаниям паевых инвестиционных фондов которым, к сожалению, вкладывать в биржевые облигации законодательно нельзя. Биржевые облигации могут отчасти заменить векселя, потому что облигации удобны той же категории инвесторов, которые работают с векселями.

В случае допуска биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже их эмитент, а также фондовая биржа, осуществившая допуск биржевых облигаций к торгам, обязаны обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте биржевых облигаций, любым заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения этой информации, а также в срок не позднее чем за семь дней до даты начала размещения (обращения) биржевых облигаций раскрыть информацию о допуске биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже в порядке, установленном правилами допуска биржевых облигаций к торгам, утвержденными фондовой биржей⁶. Однократная эмиссия таких бумаг считает ФСФР, еще не гарантирует прозрачности компании.

Размещение биржевых облигаций, допущенных к торгам на фондовой бирже, может быть приостановлено по решению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг или по решению фондовой биржи до устранения нарушений в пределах срока размещения ценных бумаг при обнаружении следующих нарушений:

1) нарушения эмитентом в ходе эмиссии биржевых облигаций требований законодательства Российской Федерации;

2) обнаружения в документах, на основании которых биржевые облигации в процессе их размещения были допущены к торгам на фондовой бирже, недостоверной информации.

Возобновление размещения биржевых облигаций осуществляется по решению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, приостановившего размещение, а в случае приостановления размещения биржевых облигаций фондовой биржей - по решению этой фондовой биржи.

Эмитент обязан завершить размещение биржевых облигаций в срок, установленный решением об их выпуске (дополнительном выпуске), но не позднее одного месяца с даты начала размещения биржевых облигаций. Представление отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) биржевых облигаций не требуется. Обязанность раскрывать информацию о размещении биржевых облигаций лежит не только на эмитенте, но и на бирже.

До истечения срока размещения биржевых облигаций их выпуск (дополнительный выпуск) признается несостоявшимся на основании решения федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг или по решению фондовой биржи в следующих случаях:

1) делистинга акций всех категорий и типов эмитента биржевых облигаций;

2) неустранения эмитентом нарушений, явившихся основанием для приостановления размещения биржевых облигаций, в течение срока, указанного в решении о приостановлении размещения биржевых облигаций.

По действующему законодательству обращение биржевых облигаций до их полной оплаты и завершения размещения запрещается. Однако, в случае выпуска биржевых облигаций РБК облигации начали торговаться на следующий же день, котировка немного подросла, но не более чем на 0,2–0,3 процентных пункта. Это значит, что цена для бумаг изначально была сформирована правильно. Владельцы биржевых облигаций вправе предъявить их к досрочному погашению в случае, если акции всех категорий и типов эмитента биржевых

⁶Сообщения о размещении биржевых облигаций РБК публиковались в СМИ и на сайте компании. Мы информировали деловое сообщество о принятии решения о выпуске облигаций, об утверждении решения и проспекта ценных бумаг, о допуске биржевых облигаций к торгам, о дате начала размещения (за 5 дней до того, как оно состоялось), в день размещения, кроме того, сообщали об утверждении ставки купонного дохода и завершении размещения.

облигаций исключены из списка ценных бумаг, допущенных к торгам, на всех фондовых биржах, осуществивших допуск биржевых облигаций к торгам.

Биржевые облигации, не являясь эмиссионной ценной бумагой, могут обеспечить быструю мобилизацию заемных ресурсов для финансирования инвестиционных проектов.

В современных условиях сокращаются возможности привлечения «коротких» денег, и чтобы управлять ликвидностью корпоративные эмитенты, по-видимому, вновь должны будут использовать векселя. Однако в связи с высокими рисками и «плохой» репутацией этих инструментов целесообразно будет прибегнуть к использованию биржевых облигаций, которые по сравнению с векселями имеют ряд несомненных преимуществ: отсутствие рисков, связанных с подделкой, т.к. биржевые облигации выпускаются во внедокументарной форме, к тому же они размещаются и торгуются на открытом биржевом рынке, поэтому потенциально имеют высокую ликвидность и гибко реагируют на изменение конъюнктуры финансового рынка. Имеются преимущества и по сравнению с банковским кредитованием. Известно, что в условиях кризиса механизм предоставления банковского кредита ужесточается, в том числе, и в направлении увеличения залогового обеспечения. Для выпуска биржевых облигаций эмитентам не надо применять механизм обеспечения, поэтому в ближайшей перспективе биржевые облигации могут стать для компании удобным инструментом управления ликвидностью.