

Оглавление

Список авторов	6
Введение. Устойчивость компании: вызовы культуры отмены	8
Раздел 1. Финансовые стратегии: как достигать антихрупкости?	14
Глава 1. Паттерны стратегий адаптации российских корпораций в условиях структурного кризиса	
1.1 Вызовы культуры отмены: отраслевая специфика санкций	15
1.2 Новые факторы рисков в условиях смены цепочек поставок и рынков сбыта	23
1.3 Матрица финансовых стратегий адаптации российских компаний	27
Глава 2. Финансовая устойчивость компаний в условиях новой экономической и геополитической реальности	
2.1 Оценка финансовой устойчивости компаний. Ключевые факторы	30
2.2 Как формируются паттерны финансовой устойчивости российских компаний в условиях структурного кризиса	42
Глава 3. Финансовые стратегии адаптации российских компаний к новой реальности. Взгляд топ-менеджмента	
3.1 Как изменились управленческие подходы	50
3.2 Изменения в финансовом управлении	71
3.3 Итоги: десять шагов к гибкости	88
Раздел 2. Практики управления капиталом в новых условиях	90
Глава 4. Реализация инвестиционных проектов в условиях смены цепочек поставок и рынков сбыта	
4.1 Органический рост в новых условиях. Как санкции в отношении нефтегазовой отрасли привели к формированию российских бенчмарков на стратегически значимые товары	90
4.2 Инвестиционные стратегии в новых условиях	105
4.3 Новые аспекты финансирования долгосрочных проектов	108

Глава 5. Адаптация инвестиционных стратегий к практикам новых поставщиков и покупателей дружественных стран

5.1	Статус инициатив российских компаний в области устойчивого развития: заморозка или движение вперед?	112
5.2	Действующие системы торговли выбросами	117
5.3	Развитие системы торговли выбросами в РФ	122

Глава 6. Венчурные проекты в новых экономических и геополитических условиях

6.1	Венчурная отрасль в РФ	128
6.2	Проблемы венчурного бизнеса в России	135
6.3	Перспективы венчурной отрасли в России	136

Глава 7. Привлечение акционерного капитала на российском фондовом рынке в новой реальности

7.1	Значение рынка акций для финансирования компаний и внутренних сбережений	142
7.2	Рынок акций на пути восстановления в 2022–2023 гг.	147
7.3	Сделки IPO-SPO на российском рынке в 2013–2023 гг.	152
7.4	Трудности и перспективы публичных размещений акций российскими эмитентами	163

Глава 8. Новые практики в политике заемного финансирования. Корпоративные облигации

8.1	Роль корпоративных облигаций в финансировании инвестиций в компаниях	168
8.2	Изменения на российском рынке корпоративных облигаций в 2022–2023 гг.	173
8.3	Перспективы и проблемы развития рынка корпоративного заемного капитала в России	194

Глава 9. Банковский сектор России в условиях структурного кризиса

9.1	Банковское финансирование проектов развития в условиях структурного кризиса	198
9.2	Проблемы формирования ресурсной базы для кредитования экономики	209
9.3	Перспективы развития платежной системы и цифровой рубль	215

Глава 10. Политика выплат акционерам		
10.1	Решения о выплатах российским и зарубежным акционерам в новой экономической и геополитической реальности	226
10.2	Дивидендная доходность в условиях культуры отмены	230
10.3	Выкупы акций	237
Раздел 3.		242
Государственная поддержка корпоративных стратегий адаптации		
Глава 11. Развитие проектного финансирования		
11.1	Проектное финансирование в новых условиях	242
11.2	Финансовая модель проекта: актуальный опыт	253
11.3	Новые механизмы программы «Фабрика проектного финансирования»	259
Глава 12. Государственно-частное партнерство в новых условиях		
12.1	Российский рынок ГЧП на начало 2022 г.	272
12.2	Усиление государственной поддержки ГЧП в 2020–2022 гг.	281
12.3	Рынок ГЧП в 2022–2023 гг.: качественные изменения финансовой архитектуры и их влияние на экономику	292
Глава 13. Налоговые инструменты поддержки и оптимизации бизнеса		
13.1	Инструменты поддержки инвестиционных проектов	296
13.2	Территории, предоставляющие льготные режимы налогообложения	318
13.3	Особые экономические зоны и территории опережающего социально-экономического развития	323
Глава 14. Промышленные кластеры		
14.1	Виды кластеров	338
14.2	Требования к статусу промышленного кластера	346
14.3	Реализация программы импортозамещения при помощи промышленных кластеров	352
Заключение. Дорожная карта движения к антихрупкости		356

Список авторов

Абрамов Александр Евгеньевич,

кандидат экономических наук, заведующий лабораторией ИПЭИ РАНХиГС, профессор Школы финансов НИУ ВШЭ (главы 7, 8)

Алиев Ровшан Бейлярович,

первый вице-президент по финансам АФК «Система» (введение, заключение)

Анилов Артем Эдуардович,

кандидат экономических наук, доцент Школы финансов НИУ ВШЭ; менеджер по экономике и планированию LUKOIL Overseas Shah Deniz Ltd (главы 1, 4, 5)

Антоников Михаил Игоревич,

руководитель отдела синдикации и структурированного финансирования Банка «ФК Открытие» (глава 12)

Валетов Анатолий Игоревич,

доктор делового администрирования (DBA), доктор управления человеческими ресурсами ЮНЕСКО, член правления фонда «Московский инновационный кластер» (глава 14)

Гладких Игорь Владимирович,

исполнительный директор Регионального фонда научно-технического развития Санкт-Петербурга (глава 6)

Гришунин Сергей Вадимович,

кандидат экономических наук, доцент Школы финансов НИУ ВШЭ; CFA, управляющий директор, руководитель рейтинговой службы ООО «Национальное рейтинговое агентство» (главы 3, 9)

Завертяева Марина Александровна,

кандидат экономических наук, PhD, доцент департамента экономики и финансов, старший научный сотрудник Международной лаборатории экономики нематериальных активов НИУ ВШЭ в Перми (глава 10)

Иванинский Илья Олегович,

кандидат экономических наук, доцент Школы финансов НИУ ВШЭ; партнер-эксперт «Яков и Партнеры»; директор Центра бизнес-образования и аналитики Центрального университета (глава 9)

Ивашковская Ирина Васильевна,

доктор экономических наук, ординарный профессор, руководитель Школы финансов НИУ ВШЭ (введение, главы 1, 2, 3, заключение)

Карминский Александр Маркович,

доктор экономических наук, доктор технических наук, заведующий лабораторией, профессор-исследователь Школы финансов НИУ ВШЭ (глава 9)

Кирпищиков Дмитрий Андреевич,

младший научный сотрудник Международной лаборатории экономики нематериальных активов НИУ ВШЭ в Перми (глава 10)

Кузьминов Ярослав Иванович,

научный руководитель НИУ ВШЭ (введение, заключение)

Макеева Елена Юрьевна,

кандидат экономических наук, доцент, заместитель руководителя Школы финансов НИУ ВШЭ (глава 3)

Наумцева Елена Игоревна,

директор направления бизнес-блока ВЭБ.РФ (глава 11)

Родионов Иван Иванович,

доктор экономических наук, член совета директоров ПАО «ФосАгро», член наблюдательного совета Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ) (глава 6)

Семенов Александр Сергеевич,

кандидат физико-математических наук, доцент Школы финансов НИУ ВШЭ (глава 6)

Сердюкова Наталья Владимировна,

кандидат экономических наук, ведущий специалист ПАО «ЛУКОЙЛ» (главы 4, 5, 13)

Тихомиров Дмитрий Викторович,

кандидат экономических наук, профессор Школы финансов НИУ ВШЭ; член-корреспондент РАЕН; директор направления и руководитель группы финансового моделирования бизнес-блока ВЭБ.РФ (глава 11)

Харламов Алексей Сергеевич,

управляющий директор в Департаменте структурных продуктов и структурирования ПАО «Банк ВТБ» (глава 12)

Цехомский Николай Викторович,

кандидат экономических наук, профессор кафедры теории и практики взаимодействия бизнеса и власти НИУ ВШЭ; первый заместитель председателя ВЭБ.РФ — член правления (глава 11)

Чернова Мария Игоревна,

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС (главы 7, 8)

Чернышев Андрей Юрьевич,

МВА, начальник Управления продаж нефти ПАО «ЛУКОЙЛ» (глава 4)

Устойчивость компании: вызовы культуры отмены

Вопросы устойчивости компаний в разных странах и отраслях в настоящее время приобрели особую популярность как в деловой, так и в академической среде. Череда шоков в мировой экономике, старт которых связывают с энергетическими кризисами 1970-х, кризисы 2000-х, потрясения периода ковида уже ввели в повестку дня академического и бизнес-сообщества интенсивные обсуждения слагаемых и факторов устойчивости бизнеса (corporate resilience). Вопросы уязвимости компаний встали в новом контексте в связи с новыми экономическими и геополитическими шоками из-за масштабного введения санкций против российского бизнеса и втягивания западного бизнеса в полосу культуры отмены России после февраля 2022 г. Новизна контекста основана прежде всего на намеренном, рукотворном, а не спонтанном происхождении серии шоков в экономике и на международных рынках. И кроме того, она вытекает и из самого масштаба санкционного давления. Чем в таких условиях отличается проблематика устойчивости компаний? Достаточно ли рассматривать эти вопросы через призму уязвимости компаний перед новыми факторами рисков?

Школа финансов факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (НИУ ВШЭ) выполнила проект, инициированный научным руководителем университета Ярославом Кузьминовым, по исследованию процессов трансформации российских корпораций. В нашем проекте, во-первых, ставились задачи оценки сравнительных уровней устойчивости российских компаний, столкнувшихся с разрывом цепочек поставок, падением рынков сбыта и драматическими изменениями условий расчетов и финансирования. Поэтому мы сфокусировали внимание на анализе паттернов устойчивости в российском бизнесе в полосе масштабных санкций. Во-вторых, мы ставили задачу воссоздания многообразной картины спровоцированных последствиями санкций финансовых практик российских корпораций, позволивших бизнесу не скатиться в зону хрупкости и накопить возможности и драйверы повышения устойчивости. Таким образом, в трактовке устойчивости компаний наш авторский коллектив выходит за узкие рамки сохранения компанией способности реагировать на факторы внешних шоков. Устойчивость как состояние компании нами понимается не только как набор действий для удержания и сохранения позиций, но и в контексте совокупности шагов и решений, делающих возможным даже в ситуации внешних шоков переход к росту.

Дискуссии о концептуальных рамках и факторах устойчивости ведутся в разных областях как естественных, так и социальных наук. Достаточно детально устойчивость компаний исследована в академической литературе по менеджменту, и эти разработки начались с проблематики организационной устойчивости. *Организационная устойчивость* определяется как

способность сохранять идентичность организации в процессе неизбежных внутренних изменений под давлением внешних шоков [1], как возможность компании вернуться к исходному или даже достичь более благоприятного состояния [2]. Выделяют два разных состояния устойчивости компании: статичное и динамичное. Первое связывают со способностью компании сохранять свои ключевые функции и процессы. Динамичное состояние устойчивости рассматривают в аспекте скорости, с которой компания вернется к состоянию, когда все функции выполняются эффективно. Выделение этих двух ракурсов, по сути, позволяет подчеркнуть умение управленческой команды отвечать на резкое изменение внешнего окружения и подстраиваться под волну неопределенности и возможных шоков [3; 4].

Акцент на таких свойствах — важная переломная точка в изучении проблематики устойчивости компании. В условиях высокой неопределенности в экономике как в национальном, так и в глобальном срезах ситуации, вызывающие шоки, становятся более вероятными, и, значит, способность команды компании отвечать уже на *целую серию* вызовов, предвидеть резкие сдвиги превращается в ее ключевую характеристику [5]. Более того, устойчивость рассматривается как стратегическая инициатива, с постановкой спектра конкретных задач, основанных на критической оценке динамических способностей компании, формирующих ее отличительные, уникальные качества [6]. Таким образом, проблема устойчивости компании не сводится к пассивному ответу на шоки, а включает и *проактивное реагирование*. Более того, необходима постоянная работа над планированием устойчивости как процессом, а не однократным комплексом реакций на внешние вызовы.

Как выглядит дорожная карта движения к устойчивости? На наш взгляд, она, безусловно, содержит собственно политики адаптации, но в то же время непременно охватывает более широкий и более сложный спектр корпоративных действий. Маршрут к устойчивости включает политики, нацеленные на рост, на лидерство в решениях. Дорожная карта такого движения имеет и специальную разметку — решения и практики, создающие конкурентные преимущества уже на ранних этапах реагирования на шоки.

Предыдущий опыт прохождения полосы шоков позволяет суммировать состояния устойчивости и выделить драйверы, соответствующие определенным состояниям. Прежде всего выделим *операционную устойчивость*, активно обсуждаемую в управленческой академической и прикладной литературе [7]. Дорожная карта движения к антихрупкости в этой части нацелена на создание стабильности и непрерывности в операционных процессах. К таким процессам относят управление цепями поставок, качеством продукции и, следовательно, технологическими характеристиками всех ее элементов, особенно в случае смены поставщиков, риск-менеджмент качества, что позволяет поддерживать нужный уровень операционной гибкости. Причем именно устойчивость цепей поставок рассматривается как ключевой элемент операционной устойчивости. Дополнительно дорожная карта направлена на создание операционной гибкости, базы возможностей для перехода к росту. Операционная устойчивость зависит, безусловно, от отраслевых особенностей. Способы ее достижения в различных отраслях и, главное, их эффективность продолжают оставаться не до конца изученными.

Достижение операционной устойчивости создает необходимые условия для *стратегической устойчивости*, включающей гибкость и эффективность бизнес-моделей компании, создание

управленческих и технологических инноваций, цифровую трансформацию компании для повышения степени ее выносливости и гибкости и перехода к росту. В академических исследованиях по вопросам стратегической устойчивости компаний обсуждается и аспект перехода к корпоративным моделям на основе управления рисками окружающей среды, социальными рисками и рисками корпоративного управления (рисками ESG). Эта группа факторов риска напрямую связана с решениями задач укрепления отношений с разными категориями стейкхолдеров, и прежде всего нефинансовыми стейкхолдерами, для повышения заинтересованности и лояльности к компании персонала, клиентов, поставщиков, общественности, особенно на территориях функционирования компании. В условиях внешних шоков программы компании по контролю этих групп факторов риска и достижению баланса интересов с нефинансовыми стейкхолдерами требуют особого обсуждения, так как связаны с существенными инвестициями компании.

Еще одно состояние устойчивости — это *финансовая устойчивость* [8]. Сюда отнесем совокупность шагов финансового управления компанией, нацеленных прежде всего на сохранение текущей ликвидности и далее на повышение эффективности казначейской функции в компании. Финансовая устойчивость предполагает и решения, направленные на управление долгом, когда требуется достичь снижения доли заемного капитала в структуре капитала, образовавшейся у компании до воздействия внешних шоков. Создание «свободы» в обслуживании процентных обязательств за счет удержания коэффициентов покрытия прибылью и потоком денежных средств выплат по долгу компании, снижение финансового рычага путем погашения части долга или его реструктуризации — все эти меры повышают гибкость финансовых и операционных решений. Риск-менеджмент как неотъемлемая функция финансового управления приобретает особую роль для удержания барьерной планки доходности капитала, от которой в значительной мере зависит эффективность возможных инвестиций.

Российская экономика в результате беспрецедентных по масштабу и охвату санкций после февраля 2022 г. оказалась в условиях *структурного кризиса*. Это особое состояние для значительной части не только бизнесов, но и отраслей в целом, включая финансовый сектор. Поиск решений для обеспечения устойчивости компаний приобрел не только особую остроту, но и специфику. Как формировалась дорожная карта на пути к устойчивости в условиях санкционного давления и серии шоков? Какие шаги позволили российским компаниям добиться устойчивости и двигаться к антихрупкости?

Наше исследование ставит важную задачу осмысления неординарного разворота бизнес-стратегий российских компаний и по цепочкам поставок, и по рынкам сбыта, и по возможностям роста. Мы осуществили этот анализ, изучая изменения в *цикле корпоративных финансовых решений* — от привлечения капитала и его инвестирования до выплат акционерам. Этой работой мы стремимся создать определенный фундамент для понимания новой *национальной модели цикла корпоративных финансовых решений* в России. Чтобы увидеть такие изменения во всех элементах этого цикла, мы используем прежде всего агрегированный срез, основанный на выборках компаний. Взгляд на цикл корпоративных финансовых решений достраивается и с помощью индивидуального среза, а именно путем глубинных интервью генеральных и финансовых директоров российских публичных компаний.

Первый раздел книги сфокусирован на оценках паттернов устойчивости. Мы начинаем с анализа санкционных пакетов с точки зрения степени подверженности деловым и финансовым рискам целых отраслей, и этот подход позволил построить в главе 1 матрицу рисков. Оценка финансовой устойчивости на выборке более 4 тыс. компаний, представленная в главе 2, привела нас к выводу о наличии в российском бизнесе *паттернов устойчивости*. Каковы границы паттернов? Каким образом осуществляется перемещение компаний между паттернами? При каких условиях они переходят в более эффективные? И как можно предвидеть такие перемещения? На эти вопросы мы даем ответы в главе 2. Глава 3 суммирует уникальные материалы, полученные в процессе глубинных интервью с лидерами управленческих команд в 9 ключевых отраслевых группах российской экономики. Здесь отражены точки зрения лидеров компаний — генеральных и финансовых директоров — о характерных параметрах разработки корпоративных дорожных карт и драйверах антихрупкости, встроенных в сложные корпоративные организмы. Организация и непосредственное проведение интервью для главы 3 осуществлялись при участии ИЦ ЭНЕРПО Европейского университета в Санкт-Петербурге.

В подготовке книги участвовала не только академическая команда Школы финансов НИУ ВШЭ, но и эксперты из таких компаний, как АФК «Система», ПАО «ЛУКОЙЛ», ВЭБ.РФ, ПАО «Банк ВТБ», «Яков и Партнеры», Российской ассоциации венчурных инвестиций, с которыми мы успешно сотрудничаем в образовательных программах нашего университета. Участие бизнес-экспертов дает дополнительные преимущества, ведь это позволяет увидеть рычаги антихрупкости изнутри. В разделе 2 книги рассмотрены изменения в цикле корпоративных финансовых решений в условиях культуры отмены. С помощью наших коллег из экспертной сети Школы финансов, представляющих реальный и финансовый сектора экономики, суммированы характерные черты инвестиционных политик, основанных на внутренних инвестпроектах компаний. Адаптации инвестиционных политик компаний посвящены главы 4 и 5, написанные коллегами-практиками из ПАО «ЛУКОЙЛ». Оценки возможностей привлечения рискованных инвестиций венчурных фондов даны с помощью экспертов Российской ассоциации венчурных инвестиций в главе 6. Вопросы привлечения финансирования с рынка капитала рассмотрены на основе тщательного анализа фактических трендов рынка акций, поведения индивидуальных и коллективных инвесторов в полосе внешних шоков (глава 7). Глубокий анализ рынка облигаций, представленный в главе 8, позволяет оценить не только факторы рисков, но и спектр возможностей привлечения заемного финансирования с такими инструментами, несмотря на высокую волатильность российского облигационного рынка. Эти главы написаны в сотрудничестве с Лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС. Роль банков в условиях структурного кризиса, вызванного санкционным давлением, адаптация платежных механизмов анализируются в главе 9, в том числе на основе интервью с участием консалтинговой компании «Яков и Партнеры». Рассмотрение цикла корпоративных финансовых решений завершается в разделе 2 анализом политики выплат акционерам. Наши коллеги из пермского кампуса НИУ ВШЭ на большом фактическом материале показывают новые тенденции в использовании двух инструментов дивидендных решений — выплат прямых дивидендов и выкупов акций — в условиях новой экономической и геополитической реальности.

Неотъемлемый элемент политики достижения устойчивости в условиях санкций и культуры отмены — это государственная поддержка корпоративных стратегий, и она рассматривается в разделе 3. Главы этого раздела подготовлены бизнес-экспертами, которые непосредственно занимаются реализацией данных мер на своих рабочих местах — в корпорации «ВЭБ.РФ», ПАО «Банк ВТБ», ПАО «ЛУКОЙЛ», Московском инновационном кластере.

Источники

- [1] Cumming G.S., Barnes G., Perz S., Schmink M., Sieving K.E., Southworth J., Binford M., Holt R.D., Stickler C., Van Holt T. (2005). An exploratory framework for the empirical measurement of resilience // *Ecosystems*. No. 8 (8). P. 975–987.
- [2] Carvalho H., Cruz-Machado V., Tavares J.G. (2012). A mapping framework for assessing supply chain resilience // *International Journal of Logistics Systems and Management*. No. 12 (3). P. 354–373.
- [3] Rose A. (2004). Defining and measuring economic resilience to disasters // *Disaster Prevention and Management*. No. 13 (4). P. 307–314.
- [4] Rose A. (2007). Economic Resilience to Natural and Man-Made Disasters: Multidisciplinary Origins and Contextual Dimensions // *Environmental Hazards*. No. 7 (4). P. 383–398.
- [5] Teixeira E.D., Werther W.B. (2013). Resilience: Continuous Renewal of Competitive Advantages // *Business Horizons*. No. 56 (3). P. 333–342.
- [6] Sheffi Y., Rice Jr. (2005). A Supply Chain View of the Resilient Enterprise // *MIT Sloan Management Review*. No. 47 (1). P. 41–48 + 94.
- [7] Hamel G., Välikangas L. (2003). The Quest for Resilience // *Harvard Business Review*. No. 81 (9). P. 52–63 + 131.
- [8] Amini H., Cont R., Minca A. (2012). Stress Testing the Resilience of Financial Networks // *International Journal of Theoretical and Applied Finance*. No. 15 (1). P. 1–20.

Благодарности

Наша проектная команда выражает искреннюю признательность первому вице-президенту по финансам АФК «Система» Алиеву Ровшану, чья экспертная поддержка и организационная помощь сыграли неоценимую роль в проведении интервью в компаниях группы и чье профессиональное мнение помогло увидеть многие детали цикла корпоративных финансовых решений в сложных условиях культуры отмены.

Мы благодарим лидеров компаний разных отраслей за возможность обсуждения отраслевых аспектов стратегий движения к антихрупкости бизнесов:

Алексеев Денис — заместителя генерального директора по финансам и экономике, члена правления энергетической компании; Бабенко Михаила — к.э.н., независимого эксперта по устойчивому развитию; Блинова Алексея — вице-президента по финансам региона Восточная

Европа ООО «Мон'дэлис Русь»; Блинову Оксану — директора по экономике и финансам Группы «Восток-Запад»; Врубель Ярославу — руководителя по устойчивому развитию и связям с инвесторами ММК; Высоких-Альясири Алену — директора по устойчивому развитию ПАО «Сегежа Групп»; Григорьеву Дарью — директора департамента устойчивого развития ООО «УК Полюс»; Ипполитову Александру — руководителя направления группы по продвижению эмитентов акций и облигаций (департамент по работе с эмитентами) Группы «Московская биржа»; Каменского Андрея — вице-президента по финансам АФК «Система»; Комолова Олега — старшего менеджера блока по внешним коммуникациям ПАО «ЛУКОЙЛ»; Косолапова Илью — вице-президента по экономике и финансам АО «ГК «Эталон»; Краевого Александра — начальника Управления производственного инжиниринга и устойчивого развития ПАО «РусГидро»; Лапину Киру — генерального директора ООО «Северсталь — Центр Единого Сервиса»; Логинову Наталью — директора департамента по работе с эмитентами Группы «Московская биржа»; Лось Алексея — руководителя департамента управления проектами и инвестициями холдинга СДМ; Лыкова Кирилла — заместителя генерального директора по экономике и финансам ПАО «Т Плюс»; Моисеенкову Ольгу — директора по инвестиционной методологии ТМН Group; Напольнова Андрея — к.э.н., заместителя директора департамента корпоративных финансов, директора по связям с инвесторами ПАО «Аэрофлот»; Нестерова Анатолия — генерального директора Торговой сети «ТехноНИКОЛЬ»; Оюн Солу — руководителя направления Управления по работе с эмитентами акций (департамент по работе с эмитентами) Группы «Московская биржа»; Попова Александра — директора по финансам АО «Русский Алюминий Менеджмент», компания «Русал»; Рубанова Ивана — заместителя начальника Управления углеродного рынка и инновационных проектов АО «Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа»; Свирину Елену — заместителя генерального директора по финансам и устойчивому развитию Группы компаний «Дело», Российский транспортно-логистический холдинг; Солдатову Илью — заместителя начальника Управления маркетинга АО «Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа»; Тимофеева Александра — заместителя директора по финансам «Россети Центр»; Устименко Виталия — финансового директора Skillbox; Урусова Алексея — начальника департамента экономики и корпоративного планирования ПАО «Газпром нефть»; Чернышева Дмитрия — вице-президента АО «Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа»; Шагурину Наталью — финансового директора ООО «Союз-Вино»; Шарабайко Александра — заместителя генерального директора по финансам и международным проектам ПАО «ФосАгро»; Швецова Андрея — члена правления по операционным вопросам ООО «ДРТ Консалтинг», а также команду АО «НоваВинд».

Значительную помощь в работе над фактическим материалом оказали аспиранты АШ и стажеры Научно-учебной лаборатории финансовых инноваций и риск-менеджмента: Егоров Андрей — преподаватель Школы финансов НИУ ВШЭ; Станкевич Вадим — руководитель проектов, дирекция развития бизнеса и инфраструктуры инвестиционного бизнеса, Альфа-Банк; Пастухов Егор — вице-президент АО «Райффайзенбанк». Также выражаем благодарность магистрантам программ «Корпоративные финансы» и «Магистр аналитики бизнеса» за помощь в разработке материалов.

Глава 1

Паттерны стратегий адаптации российских корпораций в условиях структурного кризиса

Начиная с 2014 г. против России было введено беспрецедентное количество санкционных ограничений: по данным РБК, к середине февраля 2024 г. их количество превысило 19 тыс., при этом с февраля 2022 г. было введено около 16 тыс. ограничений [1], а общее число введенных пакетов составило 64 [2]. В рамках санкций, введенных 23 февраля 2024 г., к этому количеству добавилось еще около 1 тыс. новых ограничений со стороны США, ЕС и G7. Фактически каждая санкция — это ограничение в отношении какого-либо физического или юридического лица либо категории товаров, как экспортных, так и импортных. Все они направлены на ухудшение условий экономической деятельности, сокращение реальных доходов компаний и населения и, как следствие, государства. Охват санкциями получился очень масштабным, ведь так или иначе они касаются каждой отрасли российской экономики. В частности, по данным доклада «Адаптация российских промышленных компаний к санкциям: первые шаги и ожидания», подготовленного НИУ ВШЭ в 2023 г., около 70% предприятий обрабатывающей промышленности оказались затронуты санкциями [3]. При этом большинство этих компаний (65%) столкнулись с негативными последствиями, среди которых наиболее распространенными стали повышение цен на сырье, проблемы с импортом (как сырья, так и оборудования) и логистикой [3].

Однако в краткосрочном периоде эффект от санкций оказался не таким разрушительным, как предсказывалось в начале 2022 г. Отрасли и компании адаптировались к введенным ограничениям и продолжили свою деятельность. В частности, по прогнозу Минэкономразвития России, ожидается, что по итогам 2023 г. ВВП России вырастет на 3,5% [4]. МВФ и Центральный банк Российской Федерации в течение 2023 г. неоднократно повышали свои прогнозы и на текущий момент ожидают роста экономики на уровне 2,2–2,7% [5].

В этой главе мы проанализируем введенные против российской экономики санкции, оценим их эффект в разрезе отраслей и посмотрим, какие стратегии адаптации были применены российскими компаниями.

1.1. Вызовы культуры отмены: отраслевая специфика санкций

Введенные санкции можно разделить на несколько категорий в зависимости от того, на какие ограничения они направлены:

- запрет/ограничения на экспорт товаров;
- запрет/ограничения на импорт технологий;
- ограничения доступа к международным рынкам капитала и долларовой ликвидности.

Проанализируем каждую из этих категорий.

Экспортные ограничения

Самые существенные потери для российской экономики в результате ввода санкций со стороны США, ЕС и других стран связаны в первую очередь с запретом ввоза товаров российского производства в ЕС. До февраля 2022 г. страны ЕС были самыми крупными торговыми партнерами России. Введенные ограничения и запреты негативно сказались на показателях экспортной выручки компаний всех российских отраслей и значительно изменили картину внешней торговли. С учетом структуры доходов консолидированного бюджета РФ (таблица 1.1) санкции в первую очередь были введены в отношении нефтегазовой отрасли.

Таблица 1.1. Структура доходов федерального бюджета РФ

№ п/п	Наименование	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Доходы, всего	19 454,4	20 188,8	18 719,1	25 286,4	27 824,0	29 123
1.1	Нефтегазовые доходы	9 017,8	7 924,3	5 235,2	9 056,5	11 586,2	8 822
1.2	Ненефтегазовые доходы	10 436,6	12 264,5	13 483,8	16 229,9	16 237,8	20 301
1.2.1	Связанные с внутренним производством	5 430,9	6 389,6	6 260,3	8 135,1	9 455,1	Н/д
1.2.1.1	НДС (внутренний)	3 574,6	4 257,8	4 268,6	5 479,3	6 489,4	Н/д
1.2.1.2	Акцизы	860,7	946,7	900,3	1 012,8	1 147,2	Н/д
1.2.1.3	Налог на прибыль	995,5	1 185,0	1 091,4	1 552,4	1 669,5	Н/д
1.2.1.4	Налог на доходы физических лиц				90,7	149,0	Н/д

№ п/п	Наименование	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1.2.2	Связанные с импортом	3211,5	3644,5	3748,8	4724,5	3777,6	Н/д
1.2.2.1	НДС на ввозимые товары	2442,1	2837,4	2933,5	3733,0	3063,4	Н/д
1.2.2.2	Акцизы на ввозимые товары	96,3	90,3	102,1	132,6	103,8	Н/д
1.2.2.3	Ввозные пошлины	673,0	716,9	713,2	858,9	610,4	Н/д
1.2.3	Прочие	1794,2	2230,4	3474,8	3370,2	3005,0	Н/д

Источник: Министерство финансов Российской Федерации. Данные за 2023 г. — предварительные, подробная разбивка по источникам доходов на момент публикации отсутствует.

Хронология санкций по ключевым отраслям показана ниже.

Нефтяная отрасль традиционно является основополагающей для экономики РФ, что объясняет ее выбор в качестве одной из ключевых целей для санкционного давления. Цепочка санкций выглядит следующим образом:

- 28 февраля 2022 г. — Канада ввела запрет на импорт российской нефти;
- 8 марта 2022 г. — США и Великобритания ввели запрет на импорт российской нефти и некоторых нефтепродуктов;
- 3 июня 2022 г. — ввели отложенное эмбарго на российские поставки сырой нефти морским путем (с 5 декабря 2022 г.) и нефтепродуктов (с 5 февраля 2023 г.);
- 17 июня 2022 г. — Норвегия присоединилась к эмбарго ЕС;
- 29 июня 2022 г. — Швейцария присоединилась к эмбарго ЕС;
- 3 декабря 2022 г. — страны ЕС ввели потолок цен на нефть (60 долл. за баррель) с 5 декабря 2022 г.;
- 3 февраля 2023 г. — страны ЕС достигли договоренности о введении потолка цен на российские нефтепродукты (100 долл. на дизель и 45 долл. на мазут).

Наиболее болезненными для нефтяного бизнеса мерами недружественных стран представляются европейское эмбарго на морские поставки нефти и нефтепродуктов, а также потолок цен на них, официально утвержденный странами ЕС и G7. При этом нефтяным компаниям России пришлось перенаправлять свои поставки с европейского рынка на азиатский с предоставлением дисконта до 20–30%. В результате крупнейшими покупателями российской нефти, по информации РБК, стали Китай и Индия.

В течение 2023 г. новые ограничения западных стран в основном были направлены на соблюдение уже введенных санкций страховыми и транспортными компаниями, а также банками.

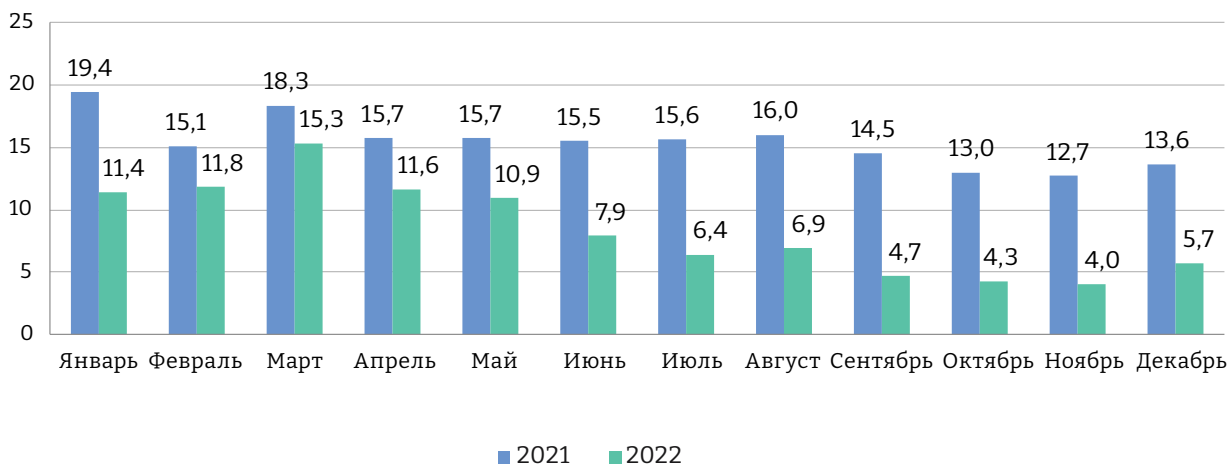
Кроме того, фокус сместился на вторичные санкции, когда наказываются компании и государства, помогающие подсанкционным компаниям обходить санкции. Однако крупных кейсов, когда под удар попала бы какая-то большая компания, обслуживающая перевозки российских энергоносителей, в 2023 г. не было. В феврале 2024 г. список компаний, попавших под вторичные санкции, дополнился компаниями из Китая, ОАЭ, Сербии и некоторых стран СНГ (всего 11 стран).

Не состоялся в 2023 г. и пересмотр потолка цен на российскую нефть, который активно обсуждался Министерством финансов США. Величина потолка осталась на уровне 60 долл. за баррель, при этом средняя цена нефти марки Urals, по данным Минфина России, составляла почти 70 долл. за баррель в ноябре 2023 г. [6].

Газовая отрасль является одной из наиболее существенно затронутых. По данным Минэнерго России, в 2022 г. Российская Федерация снизила экспорт газа на 30,7%, до 170,6 млрд куб. м [7]. Практически все снижение экспорта пришлось на страны ЕС, поставки в которые сократились в 2,5 раза. ПАО «Газпром» постепенно сокращало поставки газа в Европу — исторически свой ключевой экспортный рынок, сначала полностью прекратив поставки по газопроводу Ямал — Европа. После терактов на трубопроводах «Северный поток» экспорт прекратился и на этом направлении. Кроме того, был сокращен транзит через Украину (рисунок 1.1). Ключевым направлением, где экспорт в 2022 г. рос, был Китай: объемы поставок в отдельные дни декабря превышали контрактные уровни. В течение 2023 г. снижение поставок российского газа в ЕС продолжилось: по предварительным оценкам, в страны ЕС было поставлено 25 млрд куб. м газа трубопроводным транспортом, еще около 20 млрд куб. м — в Турцию. В 2024 г. поставки ожидаются на таком же уровне.

Кроме того, санкции также вводились и против ПАО «НОВАТЭК», второй крупнейшей газовой компании России. В частности, ограничения коснулись проекта «Арктик СПГ 2» по производству сжиженного природного газа, который имеет особую важность в условиях падения объемов поставок трубопроводного газа. Однако, несмотря на санкции, проект был завершен, и в 2024 г. ожидается отправка первого груза [8].

Рисунок 1.1. Экспорт газа ПАО «Газпром» в дальнее зарубежье, млрд куб. м



Источник: данные ПАО «Газпром».

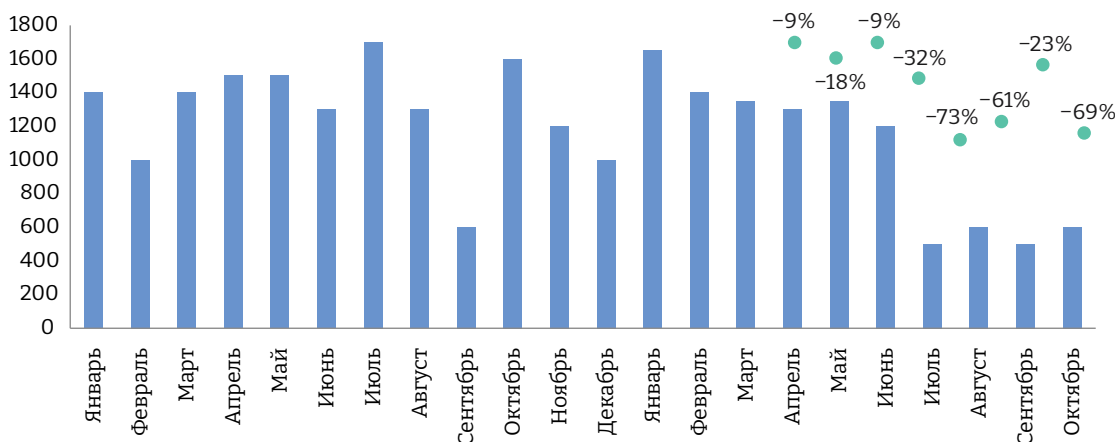
Существенные негативные процессы, вызванные санкциями, коснулись и деревообрабатывающей промышленности: все продукты лесной промышленности, в том числе упаковочная бумага, фанера и древесина, потеряли доступ на европейские рынки, и найти альтернативные рынки у компаний отрасли пока не получается. Закрывшийся канал продаж вынуждает глобально перераспределять объемы произведенной продукции по другим рынкам, рассматривается вопрос продажи европейских активов, при этом значительные потери вследствие отказа от бизнеса в Европе заставляют некоторые компании занимать выжидательную позицию. Так, например, у ПАО «Сегежа Групп» в 2022 г. значительно выросли издержки из-за роста курса рубля и перенаправления продукции из ЕС на другие рынки.

Металлургия также столкнулась с целым рядом санкций со стороны недружественных стран на поставки продукции из черных металлов [9]:

- 15 марта — запрет ЕС на импорт стальной продукции из РФ;
- 15 марта — введение Великобританией 35-процентной пошлины на импорт из РФ железа, стали и продукции из них;
- 6 апреля — запрет Великобритании на импорт железной и стальной продукции из РФ;
- 13 апреля — запрет Великобритании на импорт чугуна и стали из РФ;
- 6 октября — запрет ЕС на импорт дополнительного ассортимента готовой железной и стальной продукции и полуфабрикатов.

Перечисленные события привели к сокращению экспорта продукции черной металлургии в страны ЕС на 73% уже к июлю 2022 г. (рисунок 1.2).

Рисунок 1.2. Объемы экспорта продукции черной металлургии из РФ, 2021–2022 гг., тыс. т



Источник: [9].

Кроме того, санкции были введены и против крупнейших компаний металлургической отрасли — «Северстали», ТМК, ЧТПЗ. Несмотря на это, компании продолжают работать и переориентируют свои поставки и портфели заказов.

Стоит отметить, что на импорт из России продукции из цветных металлов прямых санкций не вводилось, но имели место отдельные недружественные действия. Дополнительные сложности развитию отрасли принесли такие факторы, как, во-первых, скидки до 25–30% при перенаправлении поставок продукции в другие страны, во-вторых, временно крепкий курс рубля, в-третьих, эффект от конкуренции с производителями из Казахстана, Узбекистана, Японии, Китая, Индонезии и Австралии на новых рынках. Эти факторы приводили к продаже продукции ниже себестоимости в определенный промежуток 2022 г. Кроме того, был запрещен импорт из России золотых слитков.

В конце 2023 г. в рамках 12-го пакета санкций ЕС был введен запрет на импорт из России алмазов. Данная мера обсуждалась давно, еще в 2022 г. некоторые производители ювелирных украшений самостоятельно отказывались от закупки российских алмазов в рамках само-санкций. Тем не менее на долю компании «АЛРОСА» (добывает 95% всех российских алмазов) приходится около трети мировых поставок алмазов, что ограничит негативный эффект от санкций, так как на глобальном рынке российского производителя будет невозможно заменить. Крупнейшим рынком огранки алмазов является Индия, которая не присоединяется к данным ограничениям и продолжит покупать российские алмазы. Таким образом, ожидается, что произойдет перераспределение рынков между российской «АЛРОСА» и южно-африканской De Beers по аналогии с нефтяным рынком. Вероятно, вырастут логистические и страховые затраты, что снизит маржинальность отрасли, но в целом влияние санкций, скорее всего, останется ограниченным.

Ограничения на импорт технологий в Россию

США, ЕС, Канада, Австралия и другие страны приняли запрет на ввоз своей технологической продукции в Россию, а также на использование в РФ технологий и программного обеспечения. Помимо санкционных ограничений на импорт определенной продукции и проблем с транспортной логистикой, следует также отметить нежелание европейских и американских компаний продолжать деловые отношения с Россией. Давление недружественных государств осуществляется и на более лояльные страны, например Китай, главного торгового партнера на текущий момент. В данном разделе мы не будем фокусироваться на запрещенных к ввозу из США и ЕС потребительских товарах (например, предметах роскоши, бытовой технике, автомобилях), список которых значительно расширился в 2023 г., а сосредоточимся на товарах для нужд промышленности и технологиях.

Ужесточение импорта в 2023 г. было также направлено на снижение возможностей обхода санкций и введение вторичных санкций. Данное ужесточение продолжилось и в 2024 г. с вводом 13-го пакета санкций ЕС. Вторичные санкции в основном вводились в отношении небольших компаний из разных стран (в том числе и недружественных), которые помогали обходить санкции и поставлять санкционные технологии и товары. Но опять же, на месте заблокированных компаний возникают новые, поэтому эффективность такого рода ограничений под вопросом.

Сектор машиностроения (*авиационная промышленность, автомобилестроение, прочее машиностроение*) столкнулся со следующими вызовами. Прежде всего прекратился импорт

ключевых компонентов. Значительная часть российской машиностроительной продукции не имеет стопроцентной степени локализации и в той или иной степени зависит от импортных компонентов и материалов. Вторым вызовом — удорожание производства ввиду отсутствия европейских компонентов, ослабления рубля. Наконец, необходимость разработки технологий взамен западных.

Отрасль *автомобилестроения* — одна из тех, где до начала специальной военной операции (СВО) присутствовало большое количество иностранных владельцев, инвесторов и партнеров со всеми их связями и возможностями. С уходом зарубежных участников представители автомобилестроительной отрасли столкнулись с дефицитом компонентов, они также были вынуждены решать вопрос своевременности поставок всех необходимых комплектующих, таких как, например, узлы агрегатного производства для ПАО «КАМАЗ». Китайская моторостроительная компания Weichai Power приостановила поставки газовых двигателей ПАО «КАМАЗ» из-за санкций, введенных с начала СВО. ПАО «ГАЗ» не сможет собирать автомобили ушедших европейских марок, в том числе Volkswagen и Skoda. Представители отрасли отмечают, что переход на отечественные комплектующие приводит к удорожанию продукта, поскольку освоение производства аналогичных запчастей на российском рынке требует значительных объемов инвестиций в НИОКР и подготовки производства.

Деревообрабатывающая промышленность. Были прекращены поставки из Финляндии химикатов, необходимых для отбелки, а также запчастей к технике и используемому оборудованию. Кроме того, стали невозможны закупки технологического и лесозаготовительного оборудования от ведущих европейских и американских производителей.

Металлургия столкнулась с ограничением поставок сырья и материалов, комплектующих, машин и оборудования со стороны западных поставщиков. Поиск многих аналогов в других странах принес ряд сложностей. Особо острые проблемы с доступностью аналогов импортной продукции отмечаются в отношении ряда американских и японских образцов карьерной техники и горно-обогатительного оборудования [9].

Отрасль *строительства*, хотя и в меньшей степени, чем другие, столкнулась с ограничением закупок и вызванной этим необходимостью поиска альтернатив ряду комплектующих и сырью из недружественных стран. Ключевыми элементами среди таковых являются лифты и продукция химической отрасли.

На *нефтяную отрасль* повлияло снижение активности западных нефтесервисных компаний на рынке РФ. По данным консалтинговой компании «Яков и Партнеры» (бывшая McKinsey в России), если ситуация коренным образом не изменится, к 2030 г. страна может потерять до 20% от текущего уровня добычи. Практически все компании из недружественных стран (Halliburton, Baker Hughes и Weatherford) заявили в 2022 г. о приостановке деятельности в России. Часть из них решила продать российские активы местному менеджменту.

Газовая отрасль. Евросоюз ввел санкции на поставку в Россию оборудования для производства сжиженного газа, которые стали серьезным ударом по российской индустрии сжижения. Учитывая, что отечественные компании не до конца закупили оборудование для уже реализуемых проектов, эти санкции как минимум могут отложить запуск новых заводов. В настоящее

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru