



Дмитрий Пашков

Заместитель начальника отдела анализа и оценки ЗАО «БФА»

МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА, ОСНОВАННАЯ НА ПРИВЛЕЧЕНИИ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ, БЫЛА КРАЙНЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНА В УСЛОВИЯХ ДЛИТЕЛЬНОЙ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕНДЕНЦИИ СНИЖЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК. ОДНАКО В УСЛОВИЯХ СЖАТИЯ ЛИКВИДНОСТИ ОНА ПОКАЗАЛА СВОЮ УЯЗВИМОСТЬ.

По данным Банка России, с января по октябрь 2008 г. средняя ставка кредитования банками нефинансовых организаций на срок до 1 года возросла почти на 4 процентных пункта — с 10,4 до 14,3% (рис. 1).

Снижение доступности и ухудшение условий банковского кредитования стали сказываться на финансовых результатах и рентабельности предприятий. Хотя, по данным Росстата, за 9 месяцев 2008 г. сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций составил 4,4 трлн руб. и превысил данный показатель за аналогичный период прошлого года более чем на 25% (3,5332 трлн руб.), его динамика входящем году носит негативный характер (рис. 2).

В III кв. 2008 г. произошло снижение сальдированного результата по сравнению с III кв. прошлого года на 2,5%. Результаты IV кв. ожидаются еще хуже, так как в этот период произошел значительный рост ставок кредитования, что не пре-

минуло сказаться на заемщиках. По данным Института экономики переходного периода, если в сентябре 2008 г. на «нормальную» доступность кредитов указывали 64% предприятий, а на доступность «ниже нормы» — 22%, то в ноябре ситуация изменилась на прямо противоположную: «нормальной» доступность кредитов назвали 22% компаний, а доступность «ниже нормы» — 63%.

Спад на мировых рынках негативно сказался на источниках формирования ресурсной базы основных поставщиков ликвидности — банках, поскольку перекрыл доступ к фондированию активных операций на внешнем рынке и усилил конкуренцию за ликвидность на внутреннем рынке. Однако и внутренние источники не имеют ощутимого резерва роста.

Прирост депозитной базы физических лиц, за счет которой финансируется 25% активов банковской системы России, замедляется в связи с усилением негативных ожиданий. За 9 месяцев текущего го-

да прирост составил 14,2% (до 5,86 трлн руб.) по сравнению с 22% за аналогичный период 2007 г. (рис. 3).

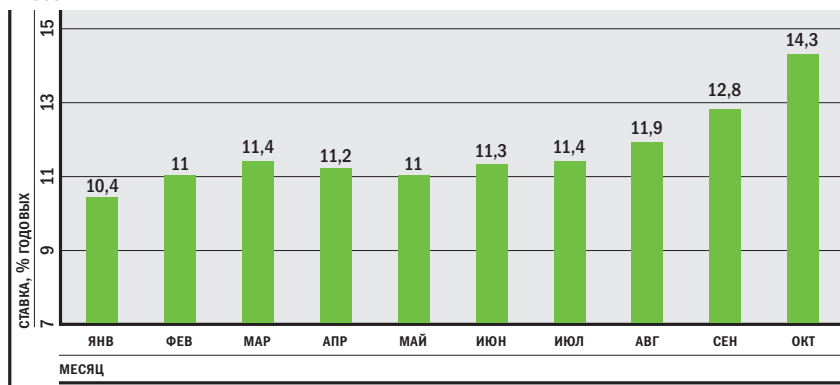
При этом если в первой половине года улучшение условий по вкладам способствовало притоку средств, то осенью увеличение ставок по депозитам перестало оказывать положительный эффект: в сентябре отток средств вкладчиков составил 1,5% от депозитной базы, в октябре — 6% (355 млрд руб.) (рис. 4).

Более того, низкие показатели III кв. уходящего года и негативные ожидания по итогам IV кв. не позволяют надеяться на повторение результатов 2007 г., когда темп прироста депозитов физических лиц на счетах банков достиг 35%. В текущем году прогноз прироста рынка вкладов, по версии Агентства по страхованию вкладов, составляет 10–15%.

В итоге сжатие ликвидности и набирающий обороты процесс декапитализации банковской системы свели на нет предложение долгового ресурса необходимого качества.

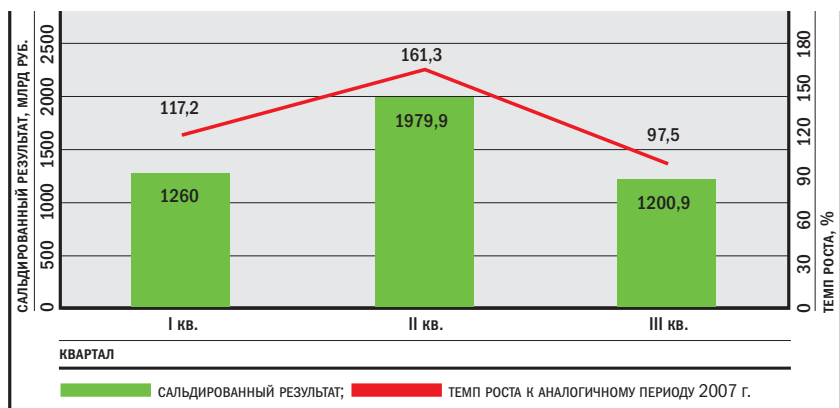


Рисунок 1. ДИНАМИКА СРЕДНЕЙ СТАВКИ КРЕДИТОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ И ОРГАНИЗАЦИЙ НА СРОК ДО 1 ГОДА В 2008 Г.



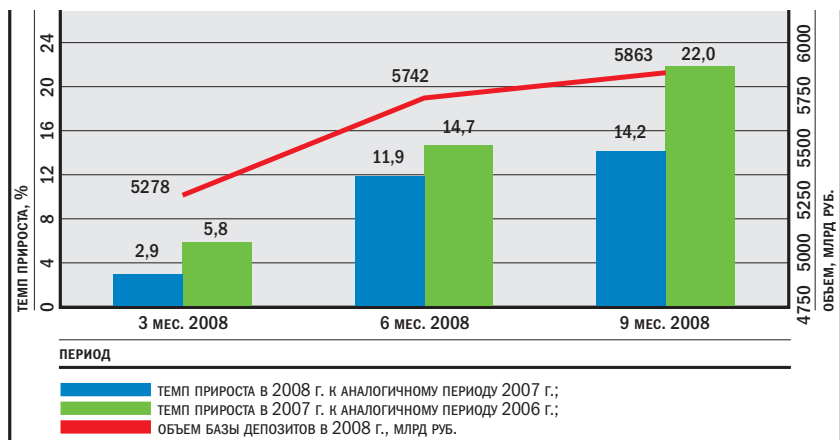
Источник: Банк России.

Рисунок 2. САЛДИРОВАННЫЙ РЕЗУЛЬТАТ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В 2008 Г.



Источник: Росстат.

Рисунок 3. ПРИРОСТ ДЕПОЗИТОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ



Следует отметить, что «длинного» инвестиционного ресурса на российском рынке не доставало и в период «дешевых» денег. В результате заемщики наращивали диспропорции в структуре балансов, финансируя долгосрочные активы короткими привлеченными средствами. В условиях оскудения долговых ресурсов стали возникать структурные риски рефинансирования, что выразилось в росте числа дефолтов по облигациям.

С января по ноябрь 2008 г. на рынке рублевого долга было зафиксировано

47 случаев просрочки в исполнении эмитентами обязательств по 34 выпускам облигаций (рис. 5). Объем просроченных обязательств превысил 19,5 млрд руб.

В зависимости от категории платежного события:

- 13 технических дефолтов произошли исключительно по купонным выплатам;
- 10 носили двойной характер, связанный с невыплатой купона и последующим неисполнением оферты;
- 7 были связаны только с неисполнением оферты;

- 4 случились вследствие непогашения номинальной стоимости (по двум из которых произошла просрочка и по купонной выплате) (рис. 6).

Наибольшие трудности у эмитентов вызвало прохождение оферты, поскольку в условиях недостатка ликвидности вероятность того, что кредиторы воспользуются своим правом досрочного погашения обязательств, резко возросла, а найти рефинансирование сложно. Кроме того, при размещении займов на растущем рынке недооценивались риски прохождения оферт.

Из 47 технических дефолтов 16 случаев по 11 выпускам облигационных займов перешли в разряд полноценных.

По отраслевому распределению 34 выпусков корпоративных облигаций, эмитенты которых допустили просрочку в исполнении платежа, наиболее уязвимой оказалась отрасль торговли и ритейла. За ней следуют предприятия агропромышленного комплекса и сельского хозяйства. На третье место можно поставить сразу несколько отраслей (по убыванию денежного объема): транспортный сектор, пищевую промышленность, строительство и девелопмент (рис. 7 и 8).

Месяцем пиковых нагрузок грозит стать декабрь, поскольку примерно 40 эмитентов будут осуществлять погашения либо проходить оферты по своим займам общим номинальным объемом 75 млрд руб.

Декабрьская ситуация особенно негативно скажется на эмитентах. Это связано с утратой долговым рынком системного подхода к оценке доходности облигационных выпусков исходя из срока займа и кредитного качества эмитента, а также с увеличением объемов просроченной задолженности компаний перед банками и темпов ее прироста. Если в сентябре объем просрочки платежей вырос на 15%, то в октябре — уже на 31,5%, достигнув 1,5% всех выданных корпоративным клиентам кредитов. Предприятия не справляются с разрывами ликвидности, и в результате ухудшается их платежная дисциплина. Банки на фоне уменьшения депозитной базы увеличивают резервы на потенциальные потери по ссудам, что существенно ограничивает возможности по замещению облигационного долга кредитным.

Текущие рыночные условия способствуют активизации рынка слияний и поглощений с участием российских компаний. Резкое сжатие ликвидности нанесло серьезный ущерб конгломератной модели построения бизнеса, сочетаю-

щей несколько направлений деятельности.

Компании вынуждены изыскивать внутренние источники поддержания ликвидности и обеспечения жизнеспособности профильного бизнеса. Непрофильные активы будут продаваться с целью концентрации на основном направлении деятельности. Покупатели найдутся, поскольку кризис ликвидности серьезно девальвировал стоимость бизнеса и создал необходимый зазор недооцененности. Тем самым круг потенциальных компаний — объектов для поглощения существенно расширился.

Объем российского рынка слияний и поглощений составил по итогам 2007 г. 10% ВВП и показал прирост в 25% за первое полугодие текущего года (рис. 9). Стоимость корпоративных интеграций за 6 месяцев 2008 г. оценивается в 72 млрд долл.¹

Новый виток эскалации экономической нестабильности, происшедший в начале осени, совпал с активизацией процессов перехода корпоративного контроля. Статистика наиболее значимых сделок на внутреннем рынке выводит в лидеры рынка по изменению отношений собственности финансово-банковскую сферу, строительство и девелопмент, а также розничную торговлю (рис. 10). Это наименее инертные сферы экономики, быстро реагирующие на изменения внешней среды. В 2009 г. на рынке возможно усиление отраслевой диверсификации за счет роста числа сделок в промышленном сегменте.

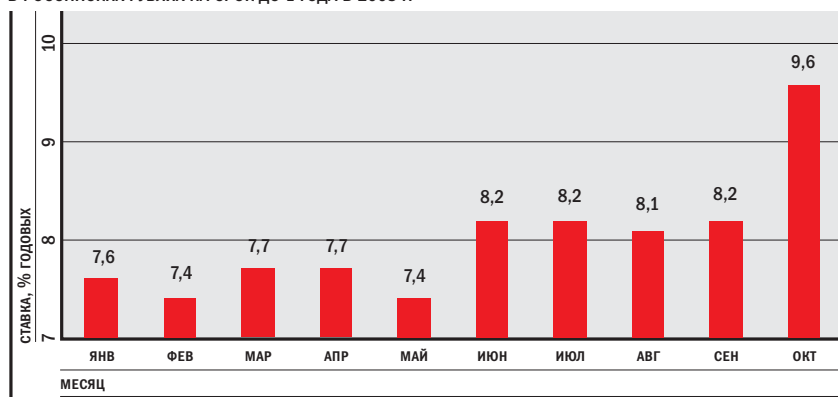
Нестабильность в экономике будет способствовать дальнейшему усилению консолидации активов и изменению бизнес-ландшафта по следующим причинам:

- в условиях оскудения долговых ресурсов предложение доли в бизнесе является наиболее значимым источником обеспечения предприятия фондами развития за счет внешнего финансирования;

- критерии оценки компании для получения доступа к финансированию с открытого рынка капитала будут ужесточаться в сторону роста объемных показателей;

- в периоды нестабильности роль государства в управлении экономикой растет. Одним из проявлений усиления госрегулирования является активизация государственных инвестиционных фондов. Общая стоимость активов госфондов находится в пределах 3,0–3,7 трлн долл., что, по данным J.P.Morgan, многократно

Рисунок 4. СРЕДНЯЯ СТАВКА ПО ДЕПОЗИТАМ НАСЕЛЕНИЯ (КРОМЕ ДЕПОЗИТОВ ДО ВОСТРЕБОВАНИЯ) В РОССИЙСКИХ РУБЛЯХ НА СРОК ДО 1 ГОДА В 2008 Г.



Источник: Банк России.

Рисунок 5. ОБЪЕМ НЕВЫПОЛНЕННЫХ В СРОК ОБЯЗАТЕЛЬСТВ В 2008 Г.

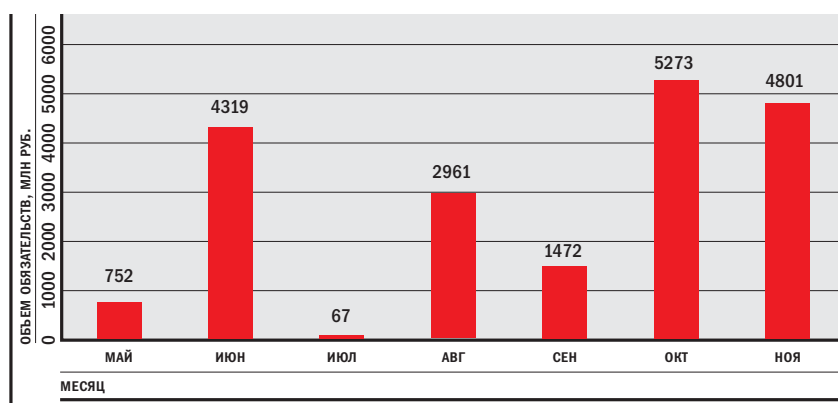
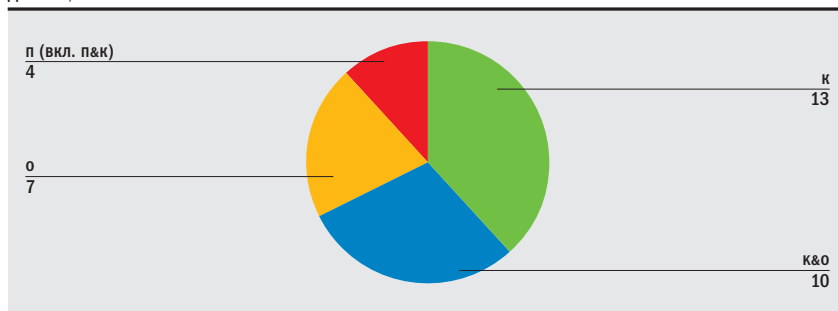
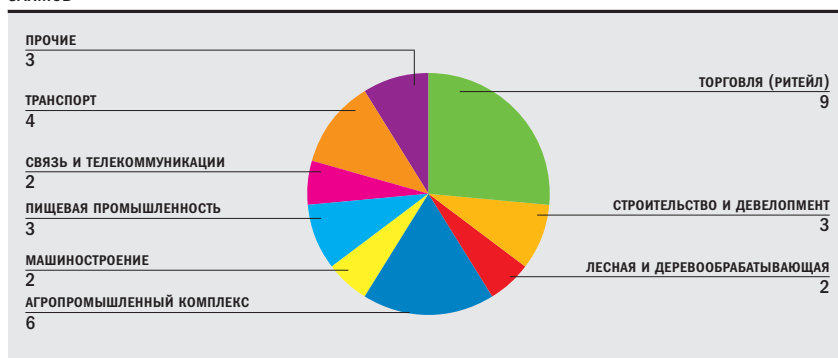


Рисунок 6. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЧИСЛА ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИЙ, ПО КОТОРЫМ ПРОИЗОШЕЛ ТЕХНИЧЕСКИЙ ДЕФОЛТ, ПО КАТЕГОРИЯМ ПЛАТЕЖНОГО СОБЫТИЯ



Источник: ЗАО «БФА».

Рисунок 7. ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ТЕХНИЧЕСКИХ ДЕФОЛТОВ ПО ЧИСЛУ ВЫПУСКОВ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ



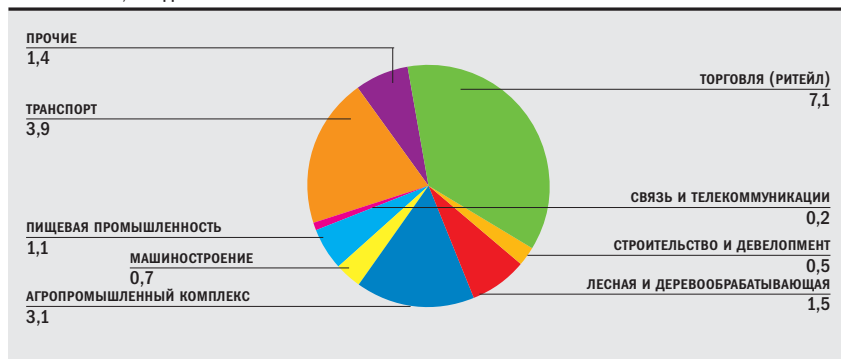
Источник: ЗАО «БФА».

¹ Источник: www.mergers.ru.



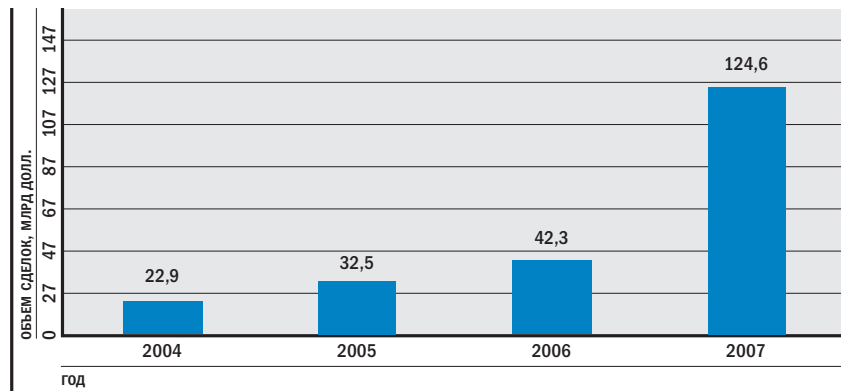


Рисунок 8. ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ТЕХНИЧЕСКИХ ДЕФОЛТОВ ПО ОБЪЕМУ ПРОСРОЧЕННЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, МЛРД РУБ.



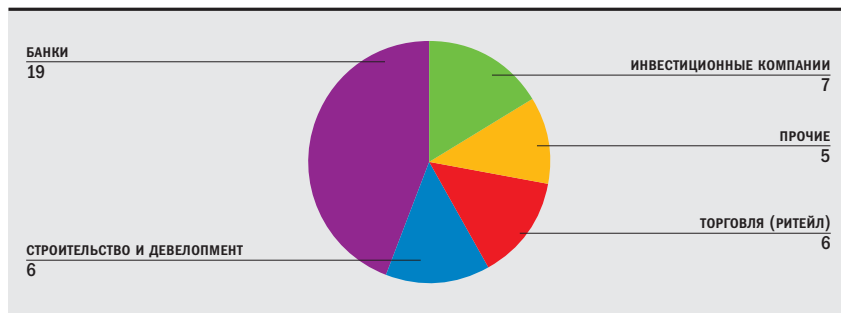
Источник: ЗАО «БФА».

Рисунок 9. ДИНАМИКА ОБЪЕМА СДЕЛОК НА РЫНКЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ



Источник: Аналитическая группа M&A-Intelligence.

Рисунок 10. ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПО ЧИСЛУ СДЕЛОК НА РЫНКЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ОСЕНЬЮ 2008 Г.



Источник: ЗАО «БФА».

КРУПНЕЙШИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Фонд	Страна	Год основания	Активы, млрд долл.
Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	ОАЭ	1976	500–1000
Government Pension Fund – Global	Норвегия	1990	370
Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Сингапур	1981	200–330
Saudi Arabia Monetary Authority (SAMA)	Саудовская Аравия	1952	327
Kuwait Investment Authority (KIA)	Кувейт	1960	210–250
China Investment Corporation (CIC)	Китай	2007	200

Источник: J.P.Morgan.

превышает активы всех хедж-фондов. По некоторым оценкам, к 2012 г. стоимость активов под управлением госфондов возрастет до 9,3 трлн долл. В среднесрочной перспективе именно фонды государственных инвестиций могут стать наиболее важными «конечными», базовыми участниками фондового рынка.

Большинство наиболее значимых фондов сконцентрировано в Ближневосточном регионе и Юго-Восточной Азии (см. таблицу). Среди российских объектов для размещения средств им интересны активы в промышленности и инфраструктурной сфере.

Другим проявлением управленческих воздействий со стороны государства являются законодательные инициативы, направленные на модификацию финансовых рынков, среди которых можно выделить следующие:

- Планируемое исключение из нормативных актов положения о безусловном праве кредиторов на досрочное погашение долга в случае реорганизации компании или банка. Отмена обязательной оферты при реорганизации в текущих условиях актуальна, поскольку:

- консолидация во всех отраслях ускорируется;

- в период кризиса ликвидности вероятность того, что кредиторы воспользуются своим правом досрочного погашения обязательств, резко возросла, а найти рефинансирование очень сложно.

- Предложения по смягчению процедуры согласования в Федеральной антимонопольной службе РФ сделок по слияниям и поглощениям.

- Ожидаемый до конца года законопроект об институте общего собрания владельцев облигаций как механизме консолидации их мнений.

В заключение хотелось бы отметить, что текущий период нестабильности уравнивал шансы компаний, которые с точки зрения корпоративных и финансовых критериев уже были готовы к привлечению инвестиций с публичных рынков, и компаний, которые в данный момент начали (или начнут) готовиться к привлечению финансирования с использованием инструментов рынка ценных бумаг.

После адаптации к новым экономическим условиям больше шансов привлечь финансирование будет у компаний с прозрачной корпоративной структурой, проработанной стратегией развития и высокой финансовой дисциплиной. ■