Российские корпорации в новой реальности. Финансовые стратегии на пути к антихрупкости

Редакционный совет

И.В. Ивашковская (ответственный редактор),
Я.И. Кузьминов, Р.Б. Алиев

Издательский дом Высшей школы экономики
Москва, 2024

УДК 336+658.14/.17
ББК 65.05
Р76

https://elibrary.ru/xuxdjo

Книга подготовлена в ходе реализации стратегического проекта «Социальная политика устойчивого развития и инклюзивного экономического роста» по программе развития университета в рамках участия в программе Минобрнауки России «Приоритет 2030». Программа «Приоритет 2030» реализуется в рамках национального проекта «Наука и университеты».

Рецензенты:
Е.М. Рогова, канд. экон. наук, профессор кафедры финансов и учета, зав. кафедрой финансов и учета, директор Центра исследования рыночной эффективности и прикладных финансов СПбГУ;
Т.Н. Черкасова, канд. экон. наук, доцент кафедры «Финансы и кредит» экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Р76 **Российские корпорации в новой реальности.** Финансовые стратегии на пути к антихрупкости / ред. совет: И. В. Ивашковская (отв. ред.), Я. И. Кузьминов, Р. Б. Алиев ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М . : Изд. дом Высшей школы экономики, 2024. — 360 с. — 1000 экз. — ISBN 978-5-7598-4107-4 (в обл.). — ISBN 978-5-7598-4078-7 (e-book).

В книге представлено исследование процессов трансформации и финансовых стратегий адаптации крупного российского бизнеса из различных отраслей в контексте текущего структурного кризиса. Проведена оценка сравнительных условий устойчивости корпораций в условиях санкций. Выявлены и оценены ключевые риски, определены паттерны постсанкционных стратегических, операционных и финансовых практик, а также карты перемещений компаний между паттернами. Изучены изменения в цикле корпоративных финансовых решений — от привлечения капитала и инвестирования до выплат акционерам. Рассмотрены возможности и задачи финансового сектора и венчурного бизнеса для обеспечения инновационного развития. Итогом работы является определение лучших практик достижения антихрупкости и разработка дорожной карты для поддержания долгосрочного и устойчивого роста бизнеса. Выводы были сделаны на основе анализа финансовой отчетности более чем 4000 компаний, анкетирования и проведения глубинных интервью с их руководителями.

Книга закладывает основу для создания новой национальной модели корпоративных финансов в России и адресована руководителям и специалистам финансово-экономических служб компаний, руководителям и преподавателям вузов и бизнес-школ, а также широкому кругу менеджеров и всем, кто интересуется трансформацией корпоративных финансов в российской практике.

УДК 336+658.14/.17
ББК 65.05

Опубликовано Издательским домом Высшей школы экономики
http://id.hse.ru

doi:10.17323/978-5-7598-4107-4
ISBN 978-5-7598-4107-4 (в обл.)
ISBN 978-5-7598-4078-7 (e-book)

© Авторы, 2024

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. Государственная поддержка корпоративных стратегий адаптации **242**

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

Введение

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, выпадением 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 рисковых 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:

Алексеенкова Дениса — 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; Солдатова 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	9017,8	7924,3	5235,2	9056,5	11 586,2	8822
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	5430,9	6389,6	6260,3	8135,1	9455,1	Н/д
1.2.1.1	НДС (внутренний)	3574,6	4257,8	4268,6	5479,3	6489,4	Н/д
1.2.1.2	Акцизы	860,7	946,7	900,3	1012,8	1147,2	Н/д
1.2.1.3	Налог на прибыль	995,5	1185,0	1091,4	1552,4	1669,5	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.

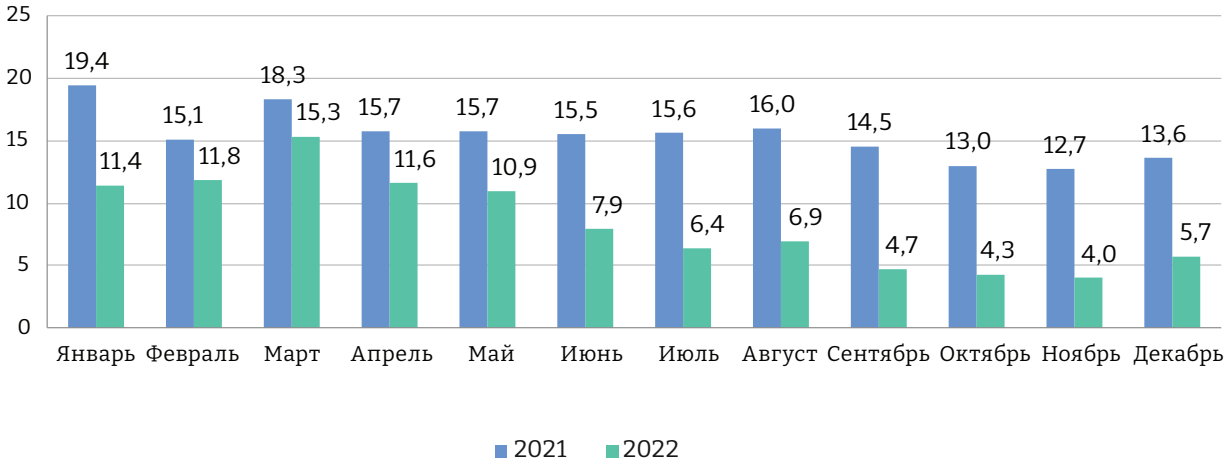
Кроме того, фокус сместился на вторичные санкции, когда наказываются компании и государства, помогающие подсанкционным компаниям обходить санкции. Однако крупных кейсов, когда под удар попала бы какая-то большая компания, обслуживающая перевозки российских энергоносителей, в 2023 г. не было. В феврале 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».

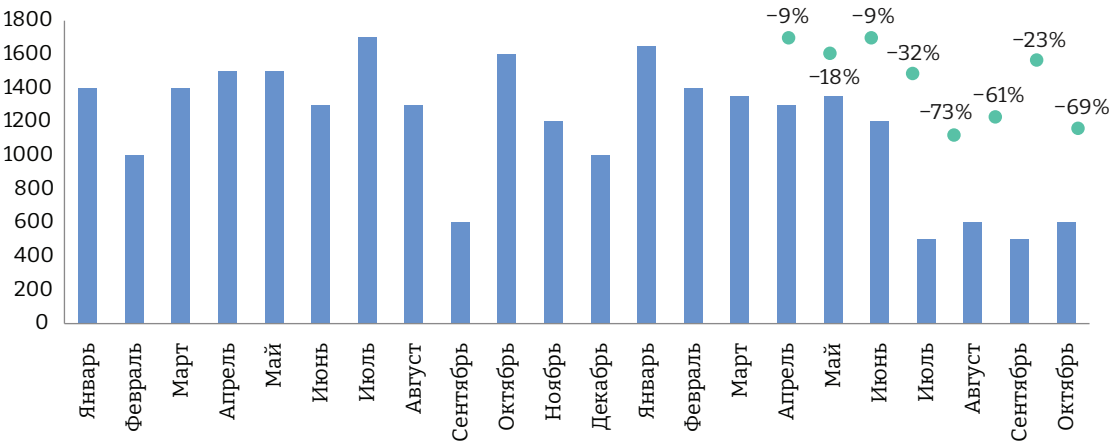
Существенные негативные процессы, вызванные санкциями, коснулись и деревообрабатывающей промышленности: все продукты лесной промышленности, в том числе упаковочная бумага, фанера и древесина, потеряли доступ на европейские рынки, и найти альтернативные рынки у компаний отрасли пока не получается. Закрывшийся 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 самосанкций. 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 южноафриканской 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. Второй вызов — 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

время на стадии строительства в России находятся два проекта — это «Арктик СПГ 2» ПАО «НОВАТЭК» и Балтийский СПГ ПАО «Газпром».

Электроэнергетика также столкнулась с трудностями, связанными с нехваткой запчастей, компонентов и технологий. После февраля 2022 г. возникла нехватка деталей горячей части газовых турбин и вспомогательного оборудования. Ранее обслуживанием газовых турбин занимались компании недружественных стран Siemens Energy и General Electric, но после введенных санкций осуществление сервисного обслуживания и ремонта было прекращено. Запасы импортных запчастей, инструментов и принадлежностей (ЗИП) весьма ограниченны, поэтому важна скорость решения этой проблемы. На данный момент рассматриваются следующие варианты [9]:

- параллельный импорт из дружественных стран, ЕАЭС и СНГ;
- налаживание поставок новых ЗИП от неоригинальных производителей (Иран);
- налаживание поставок восстановленных запчастей со вторичного рынка.

Основная проблема *агропромышленного комплекса* заключается в том, что сектор имеет высокую зависимость от импорта в части сырья, необходимого для производства продукции. Более половины семян важных для России культур являются импортными. В числе культур с высокой зависимостью от импорта по семенам можно выделить кукурузу (58% импортных семян), подсолнечник (73%), сахарную свеклу (98%), картофель (88%) и др. Если будет введен запрет на импорт семян со стороны западных поставщиков или если локализованные компании покинут рынок, то это приведет к острой нехватке семян отдельных важных культур. Учитывая текущий уровень селекции в России, даже при мгновенной концентрации усилий и финансирования в секторе потребуется несколько лет, чтобы появились качественные российские сорта и гибриды. Кроме того, аграрная отрасль России в значительной мере зависит от импортного генетического материала. Для достижения желаемых результатов в производстве молока и мяса аграрии часто обращаются за племенным материалом, включая бычье семя, к поставщикам из-за рубежа. Для птицеводческой отрасли важны поставки цыплят родительского стада и инкубационного яйца. Несмотря на то что импортный генетический материал помогает российским аграриям повышать качество мяса и молока, сокращать сроки доходности и улучшать показатели поголовья скота и птицы, такой подход имеет свои недостатки. Контроль качества генетического материала сложен, поэтому на выбор поставщика оказывают влияние его репутация и крепость партнерских отношений. Это означает, что дальнейшее ухудшение отношений или запрет поставок могут отрицательно сказаться на воспроизводстве поголовья крупного рогатого скота уже через год. Кроме того, такая зависимость от импортного генетического материала может привести к росту цен на продукцию аграрной отрасли, особенно если поставки будут прекращены. В случае с птицеводством, если прекратятся поставки инкубационного яйца и суточных цыплят прародительского и родительского поголовья, в России будет запас на год для урегулирования ситуации, пока не будут выведены родительские стада на птицефабриках. Однако это может привести к значительным потерям и снижению качества продукции.

Доступ к рынкам капитала и долларовой ликвидности

В большой степени под санкционным давлением оказалась финансовая система страны. Лидирующее место в списке санкций занимает эффективное замораживание активов Центрального банка Российской Федерации и ряда коммерческих банков, которые находились за рубежом, а также исключение основных российских посредников из системы SWIFT. Реальной стала угроза постепенного сжатия и разрушения финансовых институтов и рынков. Подлинными проблемами оказались взаимное недоверие и неуверенность в исполнении обязательств контрагентами и партнерами по бизнесу. Платежные системы Visa и MasterCard приняли решение не осуществлять транзакции за рубежом по соответствующим картам, которые выпущены всеми российскими банками. Санкции на проведение соответствующих платежно-расчетных транзакций автоматически ограничивают деловую активность экономических агентов и домохозяйств во всех секторах и сферах жизни. Ограничение международных платежей является эффективным инструментом давления как на импорт, так и на экспорт. Это усложнило проведение трансграничных платежей с участием российских банков и вынудило компании открывать новые валютные счета в дружественных странах, в первую очередь в Китае и ОАЭ.

В еще большей степени финансовые санкции затрагивают движение капитала через национальные границы. Можно выделить ключевые проблемы банковского сектора, которые также отражаются на компаниях реального сектора, в условиях санкционного давления:

- отключение от системы SWIFT;
- попадание в санкционные списки, в том числе в SDN;
- заморозка активов;
- уход крупных иностранных банков и отказ от сотрудничества (проведения платежей в долларах) с российским бизнесом;
- отток капитала.

В феврале 2024 г. также были введены ограничения, направленные против оператора платежной системы «Мир», обслуживающего одноименные карты. Данные ограничения не затрагивают работу системы внутри страны, но осложняют экспансию в другие страны. С 2022 г. был достигнут определенный прогресс в работе карт «Мир» за рубежом, например в Турции, Киргизии, Вьетнаме и некоторых других странах. После введения новых санкций возникает риск отказа текущих партнеров от сотрудничества, а договариваться с новыми банками за рубежом станет еще сложнее.

Таким образом, охват и глубина влияния санкций имеют определенные отличия по отраслям. Поэтому стратегии адаптации к новым, неординарным условиям ведения бизнеса, в свою очередь, также различаются.

1.2. Новые факторы рисков в условиях смены цепочек поставок и рынков сбыта

Компании из России приняли разнообразные меры адаптации к санкционным ограничениям: снизили издержки и инвестиционные затраты, сократили ассортимент продукции или перешли на менее сложную продукцию, нашли новых поставщиков, провели программы цифровизации и т.д. [10].

В данном разделе рассмотрим отраслевую специфику адаптации компаний к введенным санкционным ограничениям.

Нефтегазовая отрасль

Как было показано в предыдущем параграфе, нефтегазовая отрасль оказалась одной из наиболее подверженных санкционному давлению. С учетом того, что данная отрасль является ключевой для экономики России, расчет стран, вводивших санкции, был на то, что экспорт нефти и нефтепродуктов из России резко сократится. Это, в свою очередь, должно было резко снизить доходы компаний и государства. Но этого не произошло.

По данным Bloomberg, объем морского экспорта российской нефти оставался в диапазоне 3–4 млн баррелей в сутки на протяжении 2022 и 2023 гг. (в последнюю неделю 2023 г. объем в среднем составлял 3,6 млн баррелей в сутки) [11]. За этот период случилось несколько резких снижений объемов до 2 млн баррелей в сутки (в начале специальной военной операции, в момент вступления в силу эмбарго G7 на российскую нефть и т.д.), но каждый раз они носили краткосрочный (менее одной недели) характер и объемы быстро восстанавливались до 3 млн баррелей.

Ни эмбарго на нефть, ни установление потолка цен, ни ограничения в страховании и перевозке не оказали долгосрочного влияния на экспорт нефти. Это связано с несколькими причинами. Во-первых, мировой рынок нефти является очень глубоким и ликвидным. Ежедневно на нем обращается около 100 млн баррелей нефти, а спрос и предложение вне кризисов сбалансированы. При этом из-за технологических особенностей в краткосрочном периоде предложение не является эластичным, т.е. отдельные производители не могут очень быстро сократить или увеличить добычу, на это требуется время. Поэтому, когда страны ЕС, являвшиеся крупнейшими импортерами российской нефти, отказались от ее закупок, другие производители нефти не могли удовлетворить европейский спрос, не сократив поставки на другие рынки. Российским компаниям, в свою очередь, удалось заместить поставки в ЕС поставками в Китай, Индию, страны Африки и другие развивающиеся страны. Таким образом, сама структура нефтяного рынка позволила компаниям эффективно адаптироваться к влиянию санкций. Крупнейшими потребителями российских энергоносителей в 2023 г. стали Китай, Индия и Турция и по-прежнему оставался ЕС. Ожидается, что по итогам 2023 г. Китай импортирует энергоносителей из России на 70–80 млрд долл. (в основном уголь, нефть и нефтепродукты), Индия — примерно на 40 млрд долл. (в основном нефть), ЕС — на 20–30 млрд долл. (в основном газ) и Турция — на 20–30 млрд долл. [12].

Необходимо отметить, что российская нефть, конечно, продается с дисконтом, но его величина в начале 2023 г. (20–30 долл.) позволяла компаниям получать прибыль. Кроме того, дисконт снизился во второй половине года до 10–15 долл., а на некоторых рынках не превышал 5 долл.

Во-вторых, компании решили проблемы фрахта и страхования танкеров. Конечно, ставки фрахта выросли (например, по данным Bloomberg, доходы танкеров на маршруте Мексиканский залив — АРА (регион Амстердам — Роттердам — Антверпен) выросли с 15 тыс. долл. в сутки в конце 2021 г. до 60 тыс. долл. в сутки во второй половине 2022 г.). Но из-за отключенных маячков на танкерах (так называемый теневой флот) их очень сложно отслеживать. Поэтому компании продолжили поставлять российскую нефть на мировые рынки, делая это незаметно и без указания страны-источника.

В-третьих, начиная с 2014 г. компании проводили программы импортозамещения. Сейчас этот процесс интенсифицировался, в том числе с учетом введенных правил параллельного импорта. В краткосрочном периоде это позволит заместить наиболее простые технологические компоненты. Для долгосрочного решения данной проблемы отрасль работает с компаниями из дружественных стран (в первую очередь из Китая) в целях замещения западных технологий в добыче полезных ископаемых.

Для газовых компаний адаптация проходит гораздо сложнее. У ПАО «Газпром» практически весь газ шел на экспорт через трубопроводы. Отказ от ввода в эксплуатацию «Северного потока — 2» с последующим подрывом трех из четырех ниток «Северных потоков», а также ограниченная пропускная способность в восточном направлении не позволили «Газпрому» переориентировать потоки так же легко, как нефтяным компаниям. В связи с этим добыча газа сокращается. Возможными ответами на данные вызовы являются создание газового хаба в Турцию, через который российский газ снова будет поступать на европейский рынок, расширение мощностей по поставкам газа в Азию, реализация СПГ-проектов.

Финансовый сектор

Еще одной отраслью, принявшей основной санкционный удар, стала банковская. Целью санкций здесь было отрезать российский бизнес от международных источников ликвидности и разорвать финансовые цепочки для провоцирования банкротств важнейших предприятий. Как и в случае с нефтегазовым сектором, банки выдержали первичное давление и уже в 2023 г. вышли на положительную прибыль. Во-первых, необходимо отметить действия регулятора. Введенные в феврале — марте 2022 г. ограничения на движение капитала, резкое повышение ставки, валютное регулирование и ослабление требований к достаточности капитала обеспечили банковскому сектору возможность остаться на плаву. 2022 г. банковский сектор закончил с рекордным убытком почти в 1 трлн руб. [13]. Но банкротств крупных банков не произошло, банковских набегов удалось избежать, а клиенты уже во II квартале 2022 г. стали возвращать деньги в банковский сектор после волны снятий в феврале — марте. Во-вторых, банки также проводили внутренние мероприятия по адаптации к кризисной ситуации.

В связи с ограничениями в сотрудничестве с западными странами происходит переориентация торговой и финансовой деятельности банковского сектора с фокусом на дружественные

страны. Так, наблюдается значительный рост доли ПАО «Сбербанк» в потоке трансграничных внешнеторговых платежей между Российской Федерацией и Республикой Беларусь. ПАО «Сбербанк» принимает активное участие в программах импортозамещения и наращивает объемы финансирования белорусских компаний. В финансовом аспекте растет валютная ликвидность за счет дружественных валют. Валютные ликвидные активы выросли на 3,8 млрд долл., до 58,2 млрд долл., в основном за счет роста остатков на корсчетах в банках-нерезидентах в значительной степени в валютах дружественных стран.

Банки теперь направляют финансирование в основном на проекты, способствующие повышению уровня локализации производств и импортозамещению. Стратегия развития отечественных банков направлена на финансирование более востребованных отраслей и сегментов в современных реалиях. Например, ПАО «Сбербанк» ставит в приоритет поддержку реального сектора экономики в части финансирования инвестиционных проектов по импортозамещению. ПАО «МКБ» фокусируется на транзакционном бизнесе. Происходит сдвиг приоритетных сегментов бизнеса по предоставлению финансовых услуг. Так, кредитный портфель малого и среднего предпринимательства (МСП) банковского сектора России растет быстрее корпоративного портфеля. Согласно реестру МСП, кредитный портфель МСП в 2023 г. вырос примерно на 10% и составил 11 трлн руб. Поддержку кредитованию МСП оказала реализация госпрограмм с низкой процентной ставкой.

Во избежание наложенных санкций и для сохранения доверия клиентов банки стали переводить активы в организации, не попавшие под прямые санкции. Один из примеров — перевод активов клиентов брокером «Тинькофф». В апреле 2022 г. после попадания под блокирующие санкции США ПАО «Сбербанк» перевел активы клиентов своего брокера в «КИТ Финанс», согласно Frank Media. «Альфа-Инвестиции» отказались от централизованного перевода иностранных бумаг из-за санкционных ограничений и рисков для клиентов.

В современных условиях большинство банков отдают приоритет развитию онлайн-услуг. Так, согласно политике ПАО «Сбербанк», важным направлением в развитии корпоративного бизнеса является развитие дистанционного банковского обслуживания корпоративных клиентов. Внедрение новых сервисов позволит увеличить количество доступных для клиентов онлайн-операций, продолжится работа по переводу традиционных банковских продуктов в цифровой формат. Кроме того, были приняты меры по комплексному содействию цифровым трансформациям в банковской сфере России, включающие интенсивное содействие созданию и масштабированию цифровых инноваций и компетенций. Представители банковского сектора ставят в приоритет развитие интерфейсов для оплаты в реальных магазинах — NFC и QR-кодов, биометрии. ПАО «Сбербанк» представил многоязычную версию нейросети GPT-3.

Металлургия

Металлургическая отрасль так же, как и нефтегазовая, ориентирована на экспорт и очень важна для экономики страны. Поэтому эмбарго было введено не только на нефть и нефтепродукты, но и на продукцию металлургии.

В результате отказа от импорта и введения пошлин на российскую стальную продукцию со стороны стран ЕС представители отрасли приступили к процессу перенаправления поставок в сторону других рынков: Китая, стран СНГ, Турции, Азии, Африки, Южной Америки [10]. Так, по итогам II и III кварталов 2022 г. объемы поставок черных металлов в Китай в денежном выражении увеличились на 32,6% год к году и 402% год к году соответственно; по итогам 11 месяцев наблюдался почти двукратный рост — до 1,9 млрд долл. Однако нужно отметить, что в 2023 г. из-за низких цен на внутреннем рынке Китая поставки туда снизились в 3 раза и вернулись на докризисные уровни: за 10 месяцев поставки составили 0,6 млрд долл. [14].

Кроме того, значительную поддержку отрасли оказывает спрос со стороны внутреннего рынка (ключевые сегменты: строительный и транспортный секторы, ОПК, ТЭК). Так, около 91% поставок ПАО «ММК» и 77% поставок ПАО «Северсталь» приходятся на внутренний рынок. Стоит отметить, что внутренний рынок и ближайшие направления экспорта (например, Турция) являются более привлекательными для представителей металлургии, чем Китай, ввиду логистической трудности поставок в данный регион и скидок на продукцию, доходящих до 25–30%.

В результате ограничений в отношении сырья, материалов, машин, комплектующих со стороны западных поставщиков представители металлургической отрасли переориентировались на поставщиков преимущественно из Китая, Турции и Индии. В процессе реализации программы по обеспечению технологического суверенитета происходит переключение на отечественных поставщиков в тех составляющих, где это возможно.

В качестве поддержки отрасли государство запустило масштабную программу «Стратегия развития металлургической промышленности на период до 2030 г.», целью которой является быстрая адаптация отрасли к новым условиям с возвращением в режим роста не позднее 2024 г. и ростом производства черных металлов на 33% и цветных металлов на 28% к 2030 г. Программа имеет адаптационный (до 2024–2025 гг.) и восстановительный (до 2030 г.) периоды и сфокусирована преимущественно на трех составляющих:

- расширение производственной номенклатуры, углубление переработки металлов, технологический суверенитет в части сложного оборудования;
- повышение внутреннего спроса на металлургическую продукцию;
- переориентация экспорта: черная металлургия (около 7 млн т продукции) — Турция, Китай, страны СНГ и ЕАЭС, Ближний Восток, Юго-Восточная Азия, Африка и Латинская Америка; цветная металлургия — 50% объема, приходящегося на страны ЕС, потенциально могут быть перенаправлены в Турцию, Таиланд, Малайзию, Вьетнам и Индию.

Такие отрасли, как ретейл, сельское хозяйство, промышленное производство, тоже столкнулись напрямую или опосредованно с влиянием санкций. Реакция данных отраслей укладывается в стратегии адаптации, указанные выше: экспорт переориентируется на дружественные страны или внутренний рынок; импорт критических компонентов и технологий осуществляется через дружественные страны; решаются вопросы импортозамещения; инициируются меры государственной поддержки.

1.3. Матрица финансовых стратегий адаптации российских компаний

На основе анализа размаха и глубины пакетов санкций можно группировать все отрасли по уровню этих новых факторов делового риска. Такая классификация показана в матрице на рисунке 1.3.

Рисунок 1.3. Матрица адаптации отраслей российской экономики к санкциям

Источник: составлено авторами.

Таким образом, нами выделены три типа отраслей по критерию делового риска. К группе низкого риска, вызванного санкциями («зеленая зона», ячейки 1, 2 и 4 матрицы), относятся отрасли, для которых *ограничения отсутствуют* (не введены напрямую), вызовы в основном связаны с общим экономическим спадом в 2022 г. Эти отрасли имеют *высокий потенциал адаптации*. Так, например, мы выделяем отрасли, ориентированные на внутренний спрос: ретейл и строительство. Компании этих отраслей не столкнулись с санкциями напрямую, а подверглись негативному воздействию роста цен на сырье и материалы, однако с учетом роста спроса населения они смогли перенести свои возросшие издержки в формулу цен. Тем не менее в феврале 2024 г. были введены санкции против компании ПИК — одного из крупнейших застройщиков в России. Пока сложно предугадать, как это повлияет на деятельность компании, но мы предполагаем, что существенные риски отсутствуют, так как компания ведет деятельность внутри страны, где и финансируется.

Банки и ИТ-компании также переориентировались на внутренний спрос. Банки нарастили выдачу ипотек, в том числе за счет льготных и субсидируемых программ, что поддержало их бизнес. Кроме того, крупнейшие банки наряду с ИТ-компаниями в последние годы активно развивали свои экосистемы, что также помогло этим отраслям преодолеть первые удары кризиса.

К группе умеренного риска, вызванного санкциями («желтая зона», ячейки 3, 5 и 7 матрицы), мы отнесли те отрасли, которые столкнулись с *отдельными ограничениями* и имеют возможности адаптации, а также отрасли, которые столкнулись со *значительными ограничениями*, но продемонстрировали *высокий потенциал адаптации* к ним (например, нефтяная отрасль). Компании из этой группы сумели переориентировать цепочки поставок своей продукции, а также найти новых поставщиков сырья. Кроме того, крупнейшие компании этих отраслей вышли на новые рынки капитала для финансирования своей деятельности.

К группе высокого риска («красная зона», ячейки 6, 8 и 9 матрицы) отнесены отрасли, столкнувшиеся со *значительными ограничениями* и обладающие *низким потенциалом адаптации* к санкциям (например, газовая отрасль), либо отрасли, которые полностью полагаются на государственную поддержку (например, отрасль авиаперевозок). Мы предполагаем, что восстановление данных отраслей займет более продолжительное время. В частности, металлургическим предприятиям требуется больше денег и времени для того, чтобы переориентировать свои поставки с Европы на Китай. Газовым компаниям понадобится несколько лет для строительства необходимой инфраструктуры для увеличения объемов поставок в Азию, а также для сжижения газа. Авиакомпании должны будут решать не только проблему ограниченной маршрутной сети, из которой полностью выпала Европа, но и более важный вопрос обновления и ремонта парка. Очевидно, что без поддержки государства (в том числе и производителей самолетов) эту проблему решить не получится.

В следующих главах мы более подробно рассмотрим отдельные аспекты и нюансы тех мер, которые принимают российские компании для адаптации к санкциям.

Источники

[1] Володин отметил беспрецедентное количество санкций против России. ТАСС. URL: https://tass.ru/politika/19546521.

[2] История санкций США в отношении России в связи с Украиной. ТАСС. URL: https://tass.ru/info/19188151.

[3] Симачев Ю.В., Яковлев А.А. и др. (2023). Адаптация российских промышленных компаний к санкциям: первые шаги и ожидания: докл. к XXIV Ясинской (Апрельской) междунар. науч. конф. по проблемам развития экономики и общества. М.: Изд. дом Высшей школы экономики.

[4] Путин подтвердил прогноз по росту ВВП РФ в 2023 году на 3,5%. Интерфакс. URL: https://www.interfax.ru/russia/936195.

[5] МВФ улучшил прогноз роста российской экономики в 2023 году. Forbes Russia. URL: https://www.forbes.ru/finansy/498165-mvf-ulucsil-prognoz-rosta-rossijskoj-ekonomiki-v-2023-godu.

[6] О средней цене на нефть и экспортной пошлине. Минфин России. Пресс-релиз. URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38795-o_srednei_tsene_na_neft_i_eksportnoi_poshline.

[7] В Минэнерго сообщили, что Россия в 2022 году снизила экспорт газа на 30,7%. ТАСС. URL: [https://tass.ru/ekonomika/17270415.

[8] На Западе признали, что РФ преодолела санкции в отношении «Арктик СПГ 2». Ведомости. URL: https://www.vedomosti.ru/economics/news/2024/02/21/1021648-na-zapade-priznali.

[9] Анализ ключевых трендов и перспектив развития отраслей российской промышленности в условиях геополитической турбулентности (2023) // Kept. URL: https://assets.kept.ru/upload/pdf/2023/01/ru-trendi-perspektivi-razvitiya-otraslej-promyshlennosti-rossii-analiz-kept.pdf.

[10] Симачев Ю.В. и др. (2023). Российские промышленные компании в условиях «второй волны» санкционных ограничений: стратегии реагирования // Вопросы экономики. № 12. С. 5–30.

[11] Russia's Seaborne Crude Exports Surge to End 2023 on a High. Bloomberg. URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-01-02/russia-s-seaborne-oil-exports-surge-to-end-2023-on-a-high.

[12] Monthly analysis on Russian fossil fuel exports and sanctions. October. 2023. CREA. URL: https://energyandcleanair.org/october-2023-monthly-analysis-on-russian-fossil-fuel-exports-and-sanctions/#:~:text=Accounting%20for%2046%25%20of%20total,Turkey%20(15%25)%20was%-20third.

[13] Аналитический обзор банковского сектора (2023). I квартал 2023 г. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45063/analytical_review_bs-2023-1.pdf.

[14] Китай откатил российскую сталь. Коммерсантъ. URL: https://www.kommersant.ru/doc/6382204.