

# "МИКРОН" ЗАРАБАТЫВАЕТ ИНВЕСТИЦИОННУЮ ИСТОРИЮ

## Интервью с А.Г. Ивановским



### Александр Георгиевич, с чего все начиналось?

Электроника — прежде всего наука. Без ежедневного движения вперед ей тяжело. Но на это движение нужны деньги. Однако, начиная с 90-х предприятия электроники, в частности Зеленограда, оказались в сложном финансовом положении. Вопрос "Где взять деньги?" постоянно довлел над ними. В экономически развитых странах при нехватке собственных средств предприятия, как правило, выходят на фондовый рынок, чтобы привлечь массового инвестора, получить инвестиции, заработать денег на развитие. У нас чаще привыкли привлекать средства иными способами, в том числе и благодаря личным контактам. Между тем и в Западной Европе, и в США развиваются институты коллективных инвесторов, обеспечивающих привлечение необходимых средств при малых рисках. Это и понятно — для группы инвесторов риск меньше, чем для одного, каждый если и потеряет, то понемногу.

### Почему же до сих пор ни одно предприятие электроники не пошло этим путем?

Для выхода на фондовый рынок в распоряжении руководства предприятий должны быть акции — с этим у нас проблема. Все три действовавшие схемы приватизации не позволяли высвободить акции. Пакеты находились либо у коллектива, либо у сторонних инвесторов. У руководства же предприятия оказывалось 2–5% акций, не с ними же выходить на фондовый рынок.

Да, кое-где проходили дополнительные эмиссии акций. Начал действовать такой инструмент, как векселя, — к сожалению, с ними было связано много ошибок. Кончилось все это 98-м годом, после которого на фондовом рынке осталось порядка десяти эмитентов — предприятия добывающих отраслей и финансовые структуры. Снова встал вопрос о привлечении в высокотехнологические отрасли средств с фондового рынка.

Еще одна проблема — срок заимствования. Даже сегодня банки дают рублевые кредиты на 3–6 месяцев, на год — в исключительных случаях. И под 19–21%. У предприятий же электроники, как и у всех предприятий так называемого "реального сектора", рента-

В декабре минувшего года произошло событие, знаменательное для всех российских предприятий высокотехнологического сектора — АО "НИИМЭ и завод "Микрон" вышло на фондовый рынок с облигационным займом сроком на полтора года на сумму 150 млн. руб. Это первый прецедент, когда предприятие отечественной электроники привлекает средства путем эмиссии ценных бумаг, как это принято во всем цивилизованном мире. Эмиссия стала возможной благодаря тесному сотрудничеству "Микрона" с известной московской компанией АФК "Система". О деталях и перспективах этого проекта нам рассказал руководитель департамента внутренних заимствований АФК "Система" профессор Александр Георгиевич Ивановский. Прежде чем занять свой пост в АФК "Система", Александр Георгиевич много лет отдал академической науке и организации науки в Москве.

бельность не столь высока, как в добывающих отраслях, в сфере услуг или у финансовых структур. Значит, деньги должны быть "длинные". Инвесторам же не интересно вкладывать деньги в нового эмитента надолго — его надо сначала проверить. На рынке привыкли мерить такими категориями, как Газпром, "Лукойл", РАО ЕЭС. А кто такой "Микрон" — только специалисты и знали, микросхемы — область малоизвестная.

Наконец, нельзя не упомянуть еще одну проблему. У нас есть высококлассные профессионалы, работающие на бирже. Молодые ребята, без груза прошлого, они научились здорово работать. Но их не интересует, откуда появляются на бирже ценные бумаги. А есть приватизаторы — крупные специалисты, делающие фантастические вещи, они виртуозно умеют превращать госпредприятия в акционерные общества. Но дальнейшая судьба предприятий уже вне сферы их деятельности. Между этими группами специалистов — минное поле, они не понимают проблем и интересов друг друга, хотя работают фактически в рамках единого экономического процесса. И если это взаимопонимание не будет достигнуто, у нас ничего не будет.

### Как же "Микрону" удалось распутать клубок стольких проблем?

Сейчас во всем мире — и в США, и в Западной Европе — весьма популярны заимствования в форме облигаций. Они более эффективны, чем векселя, чем дополнительные эмиссии акций. Существенным толчком развития отечественного облигационного рынка стало постановление Правительства РФ № 686 от 26.06.99 г. "О внесении дополнения в Положение о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), и о порядке формирования

финансовых результатов, учитываемых при налогообложении прибыли", которое разрешало купонные выплаты по облигациям относить на себестоимость – а раньше они выплачивались из прибыли. Постановлением налогооблагаемая база уменьшалась на размер выплаты по купонам. Фактически это означает – либо отчислять средства в налоги, либо платить по купонам. Тело облигации, разумеется, оплачивается из прибыли. Именно этот инвестиционный инструмент и был выбран для "Микрона". Заем "Микрона" небольшой – 150 млн. руб. на 1,5 года, с выплатами по купонам через каждые полгода. Но это был именно пилотный проект, цель которого – отработка инструмента. Мы не рыбу ловили – мы удочку мастерили.

В ходе работы необходимо было разрешить ряд проблем. Прежде всего, облигации покупают, если они обладают инвестиционной привлекательностью, т.е. соответствующим размером купона. Новому эмитенту выходить на рынок с займом в 20% годовых невозможно – инвесторы вкладываются в бумаги, которые приносят наиболее высокий доход, следовательно, размер купона должен быть повыше. Правда, этот размер ограничен и с другой стороны – для предприятия облигационное заимствование не должно быть дороже, чем кредит банка. Ведь финансовые инструменты – вексель, облигация, прямые кредиты – все они между собой конкурируют. Отсюда и появилась стоимость купона облигаций "Микрона" в 26,67% годовых.

Другая сложность – "Микрон", как и практически все российские предприятия, приватизирован. При приватизации у предприятий образуется уставной капитал – т.е. стоимость активов в "старых" деньгах. Конечно, активы индексировались, но сегодня у многих промышленных "монстров" уставной капитал – всего 100 тыс. рублей, и это никого не удивляет. А по закону, стоимость эмиссии не должна превышать размера уставного капитала общества или величину обеспечения, т.е. необходимо найти поручителя – некоего гаранта, который в случае чего ответит по обязательствам эмитента. Отметим, что Московское Правительство рекомендует предприятиям, особенно тем, часть акций которых принадлежит Москве, про-

вести так называемую техническую эмиссию – привести размер уставного капитала в соответствие действительности. Тогда можно будет проводить нормальную эмиссию.

У "Микрона" размер уставного капитала небольшой – как и у многих. Что делать? Здесь проявился плюс таких крупных объединений, как АФК "Система". Эта организация взяла на себя риск стать поручителем "Микрона". Самостоятельно он не нашел бы поручителя так быстро. А ведь поручитель играет на рынке важную роль. Если это – серьезная и солидная компания с соответствующей репутацией, брендом и т.д., – тогда инвестор спокоен. Поэтому многие эксперты отмечали: поскольку поручителем выступила такая известная организация, как "Система", то вопрос о ненадежности эмитента отпадает.

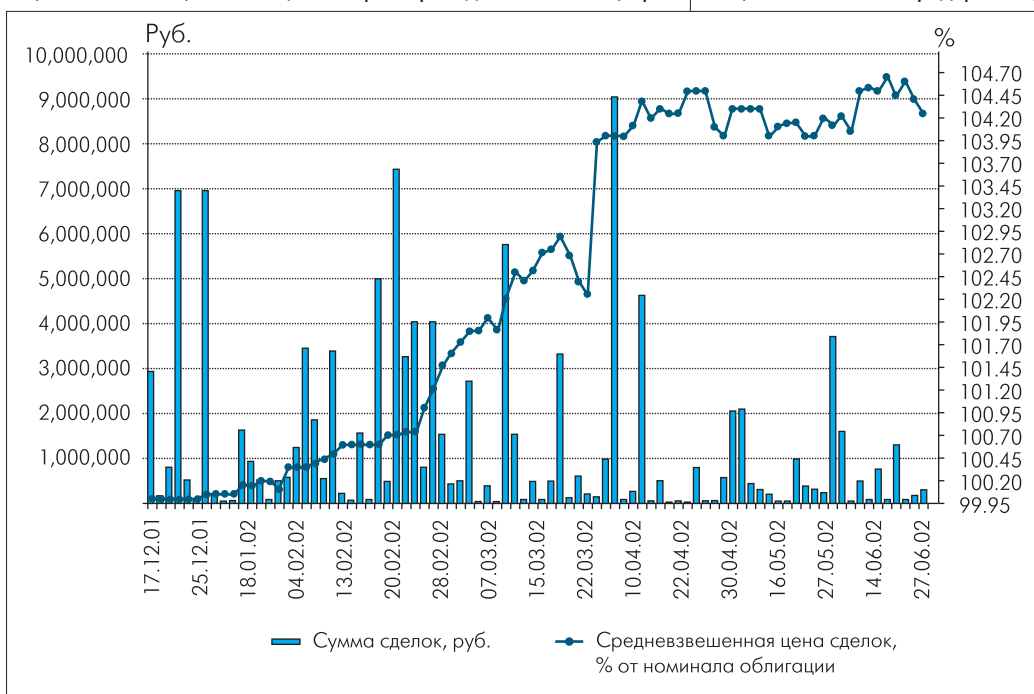
### Если рентабельность у "Микрона" не слишком высока, как он может предлагать столь высокий купон?

Действительно, 26,67% годовых – это высокий процент, для предприятия – дорогой. Однако Правительство Москвы понимает, что город может нормально жить, только если в нем обращаются деньги. Ни нефти, ни газа, ни другого сырья в Москве нет – есть машиностроение, наука, оборонка и другие производственные отрасли. Положение оборонки сами знаете какое, машиностроения – тоже. Малое предпринимательство – да, работает. Но финансовый рынок для Москвы также важен и полезен, его надо развивать.

Разработана программа вывода московских предприятий на фондовый рынок. В этом названии ряд неточностей: что такое "московские предприятия" – их у Москвы нет, только пакеты акций и т.д. Суть понятна – хотелось бы, чтобы предприятия вышли на фондовый рынок, их бы там оценили, тогда, в частности, мы бы узнали, сколько стоят пакеты акций, принадлежащие Москве. Если появляются инвесторы, начинается денежное обращение, оно облагается налогом – и город от этого богатеет.

Но как подтолкнуть предприятия к выходу на фондовый рынок? Первоначально решили компенсировать банковский кредит. Например, с банком заключали договор – он инвестирует под 20% годовых, но 10% платит предприятие, еще 10% выплачивает городской бюджет. Но плох тот банкир, который на этом не захочет заработать. А самое главное – денег на всех не хватает. Через год, как сказал министр Правительства Москвы Е.А. Пантелеев, в списке избранных предприятий оказались почему-то не самые нужные, многие из них вообще малозначимы для города, без пакетов акций, принадлежащих Москве и т.д. Стало ясно, что стимулировать предприятия таким образом – не лучший способ, необходимо менять схему помощи.

Одна из таких возможных схем – новая модель участия города – компенсация части купона облигации. Тогда предприятие должно доказывать, что оно умеет работать и зарабатывать средства для погашения облигационного займа. Без внешней же финансовой под-



**Динамика продаж и роста стоимости облигаций ОАО "НИИМЭ" и завод "Микрон". Спад стоимости в конце марта – результат игры на понижение, выразившейся в публикации ложной информации, что "Микрон" не выплатит 8 апреля средства по первому купону.**

держки предприятию трудно сделать размер купона привлекательным для инвестора. Понимая все это, Правительство Москвы решило компенсировать купонные выплаты в размере от 1/2 до 2/3 ставки рефинансирования ЦБ. В то время она была равна 25%, а 2/3 от 25% как раз и составляют 16,67%. Таким образом, при погашении купона "Микрон" платит 10%, а еще 16,67% – город. Для предприятия заем получается недорогим.

#### Но что это дает Москве?

В бюджете Москвы предусмотрена статья – "Проведение мероприятий по поддержке промышленности". Если давать средства напрямую, то это не очень эффективно. К тому же денег этих немного, а предприятий в Москве порядка 100 тысяч. На всех не хватит. Заемная же схема позволяет при малых затратах привлекать большие деньги: примерно на один рубль из бюджета пять-шесть рублей внебюджетных денег. Если проект оказывается успешным, предприятие будет стимулироваться и дальше, но постепенно снижая уровень компенсации. В результате средств хватит не на одно, а на 10 предприятий. Тут самое главное – знать, кому следует помогать, чтобы риски не были чрезвычайно велики.

С другой стороны, деньги от займа предприятия пойдут в инвестиционный проект – будут работать люди, появится занятость, начнется развитие и т.д. Следовательно, возникнут и налоговые отчисления. Но стимулирование предприятия при этом – чисто экономическое.

Есть еще одна сторона, о которой до сих пор никто не говорил, – это контроль за работой эмитента со стороны города. Ведь помощь выделяется в форме бюджетных денег, а они – целевые. Значит, предприятие может на нее рассчитывать лишь при соблюдении ряда условий. Кроме того, использовать эти деньги можно только по назначению, всяческие игры с ними обходятся себе дороже. Следовательно, данная схема эффективна и в плане надежности, снижения риска для инвесторов индивидуальных и институциональных.

Вместе с тем, реализована новая эффективная схема финансирования науки! Ведь "Микрон" – это НИИ молекулярной электроники и завод "Микрон". Деньги фактически заимствовал завод – именно он способен их заработать и вернуть. Но ведь средства привлекали на разработку новых изделий, т.е. часть их пошла в НИИ. Да, сегодня 150 млн. руб. могут показаться малой суммой, но для конкретного предприятия это – реальные деньги.

#### Можно сказать, что проект удался?

Да. Торги по облигациям на ММВБ начались в начале декабря – не самое лучшее время для старта, – а сегодня они котируются уже на уровне до 105% от номинала. Восьмого апреля прошла первая выплата по купонам. Динамику стоимости и объемов продаж облигаций на ММВБ наглядно иллюстрирует рисунок.

И колоссальное достижение "Микрона", многими еще не оцененное, – он единственный из отечественных высокотехнологических предприятий уже заработал себе инвестиционную историю – то, на что инвесторы смотрят в первую очередь. А это дорогого стоит.

Отмечу, что поскольку проект был пилотный, многие – руководитель Департамента науки и промышленной политики Правительства Москвы Е.А. Пантелеев, его заместители Н.Н. Евтихийев и Д.Е. Никаноров – взяли на себя серьезную ответственность. Очень хорошо мы поработали с ФКЦБ, в частности, с председателем ее регионального отделения в Центральном федеральном округе Ю.С. Сизовым – он один из патриархов Московского фондового рынка. Вообще, в известной степени, рисковали все: и эмитент, облигации которого могли и не купить, и Московский банк реконструкции и развития, который проводил размещение эмиссии на 150 млн. руб., и другие департаменты Московского Правительства, решившие, что предлагаемая схема – действенна и разумна.

#### Кто покупает облигации?

На первом месте – банки, инвестиционные и страховые компании. Затем – пенсионные фонды. Но я считаю, что по отношению к таким бумагам за пенсионными фондами будущее, поскольку это – "длинные" бумаги с надежностью, приближающейся к госбумагам. И самое интересное – покупают облигации и физические лица.

#### Будете ли вы тиражировать созданный инструмент для других предприятий?

Мы уже тиражируем. Будут следующие выпуски "Микрона", на очереди – выпуски концерна "Научный Центр", ряда оборонных предприятий. Все уже поняли, что выбранная схема достаточно надежна и взаимовыгодна, что она консолидирует усилия. Процесс пошел лавинообразно.

#### А саму схему вы намерены как-либо совершенствовать и развивать?

В наших планах – разработать проект не только с внутренним, но и внешним, валютным заимствованием. А почему нет? Ведь западные банки выплачивают 3–4% годовых. У нас, отдавая в работу валюту, с нее хотят получить не меньше 10%. Не меньше! Значит, дело за малым: если мы покажем, что имеем малорисковые, честные, ясные для западного инвестора проекты, деньги будут. Уже проработан ряд подходов, и тоже с участием города.

Еще одна важная деталь – нельзя, чтобы город компенсировал купонные выплаты бесплатно. Например, в аналогичном проекте облигационного займа предприятия ОАО "Московский комбинат хлебопродуктов" деньги на погашение купонных выплат выделили на условиях возвратности. Схема возврата примерно такая – предприятие выпускает облигационный заем под 27% годовых, часть которых гасит город. На заемные деньги "Мосхлебопродукт" строит солодовню, акционирует это предприятие и через 2–3 года возмещает городскому бюджету выплаченные средства акциями вновь образуемого акционерного общества. Не простой это путь, учитывая проблемы взаимодействия собственности – государственной и негосударственной. Вообще, как возвращать деньги, – большой вопрос. Можно и имуществом, можно и за счет прибыли.

Работаем мы и над тем, чтобы роль поручителя выполняли страховые компании. Еще совсем недавно они не были готовы к страхованию финансовых рисков. Сегодня ситуация изменилась. В Москве же вообще необходимо создавать пул страховых компаний для крупных инвестиционных проектов. И обязательно нужно увязывать городскую помощь с городским заказом и городскими программами. Кому помогать в первую очередь? Тому, кто на город больше работает. Почему "Микрону" деньги выделены, – потому что Правительство Москвы в рамках Комплексной программы промышленной деятельности в Москве, утвержденной Постановлением Правительства Москвы № 315 от 03.04.2001 года, ведет большую программу по развитию Зеленограда, его потенциала.

В заключение не могу не отметить, что не было бы многих проблем, если бы не было проблемы государства и бизнеса. Сегодня между ними нет тесного взаимодействия. Одни говорят – вы налоги не платите, другие – а вы каждый день новые налоги вводите. Обратите внимание – в тех же США на бизнес работает на государство, а наоборот. Сегодня государство сделало шаг по направлению к бизнесу. Я считаю, что бизнес должен сделать шаг навстречу. Консолидировать свой капитал, чтобы компенсации шли за счет этого консолидированного капитала, а не из государственного бюджета.

#### Спасибо вам за содержательную беседу, надеемся на дальнейшее развитие ваших новаторских начинаний.

С А.Г.Ивановским беседовали Б.И.Казуров и И.В.Шахнович