# «Пациент скорее жив»:

## Обзор конференции «Российский вексельный конгресс»

*Анна Чепракова*

**«Пациент скорее жив, чем мертв», — такой диагноз поставили российскому рынку векселей участники Российского вексельного конгресса, организованного Cbonds и Фондовой биржей РТС и прошедшего 6 октября в Казани.**

На встрече собрались ведущие операторы российского вексельного рынка, представители компаний-векселедателей, торговых площадок, рейтинговых агентств и профессиональных ассоциаций — всего около 120 участников. Общее мнение участников конгресса сводится к тому, что вексельный рынок в ближайшие годы не только не утратит своего значения, но и будет развиваться и наращивать объемы. Несмотря на риски, которые несет в себе вексель — документарная форма, фактическое отсутствие регулирования и надзора — участники рынка не видят необходимости отказываться от этого инструмента, тем более что и альтернатив ему на сегодняшний день они не находят. Участники вексельного рынка уверены, что вексель не смогут заменить ни «обычные» облигации, ни новый инструмент — биржевые облигации, ни банковские кредиты. Для эмитентов векселя остаются одним из самых простых в использовании инструментов привлечения оперативного финансирования, для банков — источником пополнения ликвидности, для инвесторов и операторов рынка — возможностью неплохо заработать.

### КОНФЕРЕНЦИЯ

Российский вексельный конгресс стал фактически первой в России конференцией по вексельному рынку.

В марте 2005 года Cbonds совместно с ИД «РЦБ» и АУВЕР уже проводил в Москве конференцию «Рынок векселей и перспективы рынка коммерческих бумаг», но основной темой той конференции все же были именно перспективы рынка коммерческих бумаг. Первую конференцию по векселям было решено провести в Казани. Выбор города был обусловлен как географией (Казань находится в 850 км от Москвы и близко к крупным городам Поволжья и Урала) и туристической привлекательностью города (в прошлом году Казань отметила свое тысячелетие, в городе сохранились интересные постройки прошлого, а казанский Кремль внесен в список всемирного наследия ЮНЕСКО), так и тем, что Казань является третьим в России городом по концентрации банковских активов (после Москвы и Санкт-Петербурга), в городе также есть несколько крупных инвестиционных компаний.

Конференция прошла при поддержке АУВЕР и РО ФСФР в Приволжском федеральном округе. Генеральными спонсорами конференции выступили ГК «Регион» и «АК БАРС Банк», спонсорами — ФК «Русский инвестиционный клуб», Сувар-Казань, Татфондбанк, Финансовое Агентство «Стандарт» при участии «Банка ЗЕНИТ» и БКС.

## ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК: ВТОРОЕ ДЫХАНИЕ ЧЕРЕЗ 15 ЛЕТ

2006 год — вдвойне юбилейный для рынка векселей: во-первых, в этом году ему исполняется 15 лет, во-вторых, отметит десятилетие и саморегулируемая организация, объединяющая участников этого рынка, — АУВЕР. В свои 15 лет «вексельный рынок не собирается умирать, — уверен председатель Совета АУВЕР Александр Макеев, — сегодня его объем составляет 650 млрд рублей». Объем торгов на рынке векселей, по оценке ГК «Регион», составляет в среднем 8-10 млрд руб. в день. На этом же уровне находится объем торгов корпоративными облигациями, а ежедневный объем торгов на долговом рынке в целом составляет 22 млрд. рублей. «Рынок растет, ликвидность вексельного рынка сопоставима с рынком облигаций», — говорит начальник Управления организации долгового финансирования «Банка ЗЕНИТ» Валерий Голованов.

*Александр Макеев, председатель Совета АУВЕР*

«Скоро у рынка векселей появится второе дыхание, его оборот будет расти», — уверен Александр Макеев. Во многом это произойдет благодаря внедрению механизмов положения Банка России от 14 июля 2005 года № 273-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом векселей...» В то же время, по мнению председателя Совета АУВЕР, «этот механизм достаточно сложен и громоздок, так как во главу угла ставится уменьшение риска невозвратов кредитов».

## НЕЗАМЕНИМЫЙ СЕГМЕНТ

Вексельный рынок остается неотъемлемой частью рынка fixed income. И эксперты в один голос утверждают, что ни один из существующих инструментов долгового рынка не сможет заменить вексель. «Вексельный рынок и рынок облигаций — не конкурирующие рынки, а две части единого долгового рынка, — отмечает генеральный директор ФК «Русский инвестиционный клуб» Михаил Скворцов. — Логично не противопоставление их друг другу, а объединение, единый подход к рынку fixed income. Не являются альтернативой векселям и биржевые облигации, не нужно противопоставлять облигации, векселя, биржевые облигации».

Вице-президент НП Фондовая биржа РТС Анна Трифонова также уверена, что «биржевые облигации не смогут создать какую-либо конкуренцию вексельному рынку». И меньше всего перспектив стать эмитентами биржевых облигаций у основных векселедателей — представителей банковского сектора. Как отмечает Трифонова, на публичном рынке котируются акции только 12 банков, а в котировальные списки включены акции всего трех кредитных организаций. По ее мнению, «банки хотя и являются основными заемщиками на рынке векселей, практически не имеют возможности выпуска биржевых облигаций».

«Требования, которые законодательство предъявляет к биржевым облигациям, свидетельствуют о том, что это не тот инструмент, который

*Анна Трифонова, вице-президент НП Фондовая биржа «РТС» и Екатерина Удалова, начальник отдела долговых обязательств Ханты-Мансийского банка*

эмитент будет использовать на ранней стадии своего присутствия на рынке», — считает Анна Трифонова. «Их появление существенно не повлияет на развитие вексельного рынка, так как они незначительно пересекаются по эмитентам». По оценкам РТС, на долговом рынке биржевые облигации займут место облигационных займов с годовой офертой.

## ЧЕЙ НАМ ВЕКСЕЛЬ ВСЕХ МИЛЕЙ?

Сегодня вексельный рынок в основном состоит из банковских обязательств. По данным ГК «Регион», их доля в общем объеме вексельного рынка стабильно росла в последние годы. В 2001 г. этот показатель составлял 25%, в 2002 г. — 35%, в 2003 г. — 50%, в 2004 г. — 60%, в 2005 г. — 80%, а в 2006 составит уже 85%. «Доля корпоративных векселей снижается, а попытки создать их вторичный рынок пока безуспешны», — констатирует генеральный директор ФК «Русский инвестиционный клуб» Михаил Скворцов. По его мнению, это во многом связано с рисками корпоративных векселедателей. Он уверен, что логика развития рынка — в увеличении доли корпоративных векселей. Сегодня же, по его словам, корпоративные векселя высокодоходны, но неликвидны.

По мнению советника АУВЕР Федора Гудкова, корпоративные векселя «вымываются из оборота». Причин тому несколько. Во-первых, эти бумаги характеризуются повышенным кредитным риском, у компаний, по его мнению, он выше, чем у банков.

*Михаил Скворцов , генеральный директор ФК «Русский инвестиционный клуб»*

Во-вторых, корпорации предпочитают выходить на долговой рынок, эмитируя облигации.

«Наиболее ликвидны, но не отличаются высокой доходностью, векселя крупнейших банков — таких, как Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Росбанк, Россельхозбанк, «Петрокоммерцбанк» и другие», — отмечает Михаил Скворцов. В отличие от них, векселям банков второго-третьего эшелона, по его данным, помимо ликвидности присуща более высокая доходность. Среди таких эмитентов, например, банки «Абсолют», «Экспобанк», «Судостроительный», «Союз», «Связь-банк». Ликвидность векселей банков третьего-четвертого эшелона ограничена. Олег Дулебенец из ГК «Регион» отмечает тенденцию выхода на вексельный рынок банков из второй сотни, которые еще 2 года назад практически не были представлены на этом рынке. Банкам, особенно региональным, по его мнению, использование векселей выгодно при колебаниях на рынке межбанковского кредитования, когда они испытывают недостаток ликвидности.

## ОТ ВЕКСЕЛЕЙ К БОНДАМ: ТУДА И ОБРАТНО

Организации, выходящие на долговой рынок, часто рассматривают программу заимствований, в которой первым этапом является выпуск векселей, а вторым — облигаций.

«Для многих компаний первым опытом привлечения внешнего финансирования становится банковский кредит, затем следует вексельная программа, далее «классический» облигационный заем, IPO и, наконец, биржевые облигации», — говорит Анна Трифонова. «Однако сейчас есть и обратная тенденция: эмитенты облигаций выходят на рынок со своими векселями», — отмечает Михаил Скворцов.

По наблюдению участников Вексельного конгресса, наметилась тенденция выпуска векселей после облигаций, а также параллельное сосуществование вексельных и облигационных займов у многих эмитентов. Во многом это происходит из-за простоты выпуска векселей и возможности предварительно задать приемлемый уровень доходности с помощью облигаций. Кроме того, вексель остается удобным инструментом пополнения оборотных средств. Так, по словам Михаила Скворцова, векселя одновременно с облигациями часто выпускают банки (ВТБ, Россельхозбанк, Газпромбанк, Росбанк, «НОМОС-Банк» и др.). Присутствие на рынках векселей и облигаций сочетают и корпоративные эмитенты, например, «Балтимор» пользуется векселями для пополнения своих оборотных средств, указывает Валерий Голованов.

Валерий Голованов полагает, что «аспект создания публичной кредитной истории с помощью выпуска векселей переоценен. Компании третьего эшелона сталкиваются с этой проблемой, так как в котировальных системах сохраняются котировки векселей, и можно увидеть неадекватно высокие доходности. К созданию публичной кредитной истории с помощью вексельной программы следует подходить крайне осторожно и осмотрительно — участники рынка могут потребовать от облигаций эмитента ту же доходность, что была у его 6-9-месячных векселей».

В то же время все участники конгресса отметили, что главное преимущество векселя перед другими видами долговых инструментов с фиксированной доходностью — простота и оперативность привлечения средств. «Вексель помогает быстро и оперативно предоставить компании финансирование», — считает Валерий Голованов. По его словам, эмитент «в течение 2-3 дней может выпустить необходимый объем векселей». Процедура выпуска векселя, в отличие от выпуска облигации, предполагает меньше согласований, кроме того, не нужно декларировать цели, на которые привлекаются средства.

## КАК ЗАРАБОТАТЬ НА ВЕКСЕЛЯХ?

Инвесторами на рынке векселей сегодня выступают банки, нуждающиеся в «коротких» инструментах, финансовые компании, совершающие спекулятивные операции, доверительные управляющие, пенсионные фонды и страховые компании. Векселя — практически единственный в настоящее время ликвидный инструмент для размещения «коротких» денег. Развитый рынок и приемлемая доходность обеспечивают устойчивый спрос на векселя со стороны различных групп инвесторов.

Крупные игроки используют различные стратегии инвестирования в векселя. Начальник отдела анализа долгового рынка ИК «Велес Капитал» Иван Манаенко называет несколько эффективных стратегий работы с векселями. В основном они используются в работе с обязательствами банков. Популярен, в частности,

*Иван Манаенко, начальник отдела анализа долгового рынка ИК «Велес Капитал»*

процентный арбитраж. Стратегия предусматривает выявление банков со схожими уровнями кредитного риска, сравнение их по условиям рефинансирования под залог собственных обязательств (МБК, РЕПО). Далее банки объединяют в однородные группы и внутри них выявляют расхождения в текущих уровнях доходностей. После анализа рыночной конъюнктуры принимается решение о покупке потенциально недооцененной бумаги. Один из наиболее популярных вариантов заработка на векселях — игра на спредах между двумя видами обязательств (векселя и облигации) одного и того же эмитента. Также распространенной стратегией является анализ графиков погашений и размещений — если эмитент погашает свои векселя и не размещает новых, на рынке возникает дефицит инструментов этого векселедателя, в результате чего процентные ставки снижаются.

Иван Манаенко считает, что эффективным с точки зрения выбора объектов для инвестиций на вексельном рынке может быть и анализ тенденций в сфере слияний и поглощений,

мониторинг потенциальных кандидатов на поглощение. Также, по его мнению, с точки зрения получения прибыли на вексельном рынке могут быть интересны и обязательства ФГУПов. Отчасти это объясняется тем, что «возможный дефолт госкомпаний любого уровня — недопустимый удар по имиджу государства в целом», — отмечает Иван Манаенко.

## БЕСПРИЗОРНЫЙ РЫНОК

По словам Александра Макеева из АУВЕР, участники вексельного рынка в начале 90-х гг. запустили вексельный оборот без участия государства, а иногда и ему вопреки. «Ни один из госорганов не обращал достаточного внимания на это явление кроме Центрального Банка РФ», — рассказывает глава Совета АУВЕР. Вексельный рынок и по сей день — спустя 15 лет со времени своего зарождения в новой России — остается «пасынком» у регуляторов.

«В настоящее время вексельный рынок никем не регулируется и не контролируется, — сетует Михаил Скворцов. — Инфраструктура, правила игры, основные процедуры вырабатываются благодаря усилиям ведущих компаний, работающих на этом рынке». Ни одно из финансовых ведомств не желает взять вексельный рынок под свое крыло, и он фактически остается никем не нерегулируемым и никому не подконтрольным. В частности, по мнению участников вексельного рынка «отношение ФСФР к вексельному рынку — нейтрально-негативное». Но отчасти, как ни странно, они благодарны финансовому регулятору — раньше отношение ФСФР к рынку векселей было «строго негативным».

Единственная профессиональная организация, объединяющая участников рынка — АУВЕР — постепенно теряет популярность, а другие СРО (НАУФОР, НФА) не заинтересованы в этом рынке. В то же время, по мнению большинства участников конгресса, для снижения рисков и развития вексельного рынка необходимо, чтобы его проблемами занимался единый орган или организация. Такой организацией, объединяющей участников и занимающейся проблемами всего долгового рынка, может, по мнению Михаила Скворцова, стать комитет при НАУФОР или самостоятельная ассоциация в форме некоммерческого партнерства или СРО.

*Федор Гудков, советник АУВЕР*

## НЕПРОЗРАЧНЫЙ РЫНОК

Незащищенность вексельного рынка особенно наглядно иллюстрирует плачевное состояние его инфраструктуры: нет системы раскрытия информации, не решены вопросы учета и хранения (отсутствует депозитарная система), существующими торговыми системами участники рынка также недовольны.

Все участники конгресса согласны, что информационная инфраструктура вексельного рынка нуждается в развитии. Отсутствие в законодательстве механизмов публичного оповещения о выпуске векселей, параметрах займов, по словам Федора Гудкова, приводит к тому, что участникам рынка приходится «основываться на допущении истинности, подлинности документа» и это дестабилизирует рынок векселей, «так как приобретатель не знает даже, как должен выглядеть вексель». Отсутствие законодательно утвержденной формы векселя и сведений о возбужденных процедурах отзывного производства является, по его мнению, источником основных рисков рынка векселей. В то же время Федор Гудков сомневается, что «сам векселедатель согласится сделать публичной информацию о ранее выданных векселях или публиковать свою подпись». Но он, безусловно, согласен с тем, что «над этими проблемами нужно работать». По мнению АУВЕР, информационная прозрачность может быть достигнута за счет создания системы сбора, накопления, анализа и распространения информации о векселях, вексельных должниках, о деятельности профессиональных участников вексельного рынка, ее результатах. Для создания полноценной информационной системы необходимо, в частности, определить состав раскрываемой информации, при этом предусмотреть раскрытие сведений о ценах и объемах операций с векселями в торговых системах, а также о протестах по векселям и обязательное опубликование любых фактов серьезных нарушений, допущенных какими-либо лицами на вексельном рынке. Михаил Скворцов полагает, что важным шагом на этом пути может быть присвоение кредитных рейтингов эмитентам (векселедателям) и, соответственно, создание системы показателей для их анализа.

Желая снизить свои риски, участники вексельного рынка ратуют за введение норм раскрытия информации при реализации вексельных программ даже в ущерб собственным возможностям заработать на непрозрачности этого рынка: «Да, раньше мы все зарабатывали на инсайде и спредах, но лучше зарабатывать на информации, полученной из открытых источников», — заявил один из участников конгресса. Из-за фактического отсутствия учета и контроля и низкой степени информационной прозрачности объемы вексельного рынка и состав векселедателей оценить достаточно сложно. «В отличие от расписанного по полочкам рынка облигаций, вексельный рынок — аморфная масса, в которой используются в основном оценочные категории», — говорит начальник Управления организации долгового финансирования «Банка ЗЕНИТ» Валерий Голованов.

*Олег Дулебенец, ГК «Регион»*

По мнению Олега Дулебенеца, информационная открытость важна для всех, кто так или иначе соприкасается с рынком векселей: «инвесторам должна быть доступна информация об эмиссиях и эмитентах, эмитентам должна быть доступна информация об участниках рынка, о том, кто покупает их обязательства». С ним не согласна Анна Трифонова, она уверена, что «информационная прозрачность рынка векселей — это утопия», поскольку «если рынок станет информационно открытым, то участникам рынка станет сложно зарабатывать». Тем не менее, большинство участников Вексельного конгресса ратовали за прозрачность рынка, так как за счет повышения информационной открытости рынка вырастут его объемы, а это компенсирует потери.

## ДЕПОЗИТАРНАЯ СИСТЕМА — «ДАВАЙТЕ ЖИТЬ ДРУЖНО!»

Помочь в решении проблемы учета векселей может и усовершенствование депозитарной системы — объединение вексельных депозитариев на основе единого договора в единую систему. «Сложно, не имея централизованного хранения, вести учет векселей: приходится ездить к векселедателям в отдаленные регионы», — сетует начальник отдела долговых обязательств «Ханты-Мансийского банка» Екатерина Удалова. Депозитарий может стать звеном информационной системы, являясь, с одной стороны, источником информации, с другой — ее распространителем. Такая система должна функционировать согласно правилам единого стандарта, чтобы владельцы векселей имели возможность через свой депозитарий передать вексель контрагенту, находящемуся в другом регионе и обслуживаемому в другом вексельном депозитарии.

Ранее уже предпринимались попытки реализации подобных проектов, однако ни одна из них не увенчалась успехом, — об этом на конгрессе говорилось в ходе «круглого стола», посвященного проблемам инфраструктуры рынка векселей. В частности, не получилось воплотить в жизнь план по учету сделок с векселями в депозитарии Внешэкономбанка. «Был проект создания депозитария на базе Газпромбанка для хранения векселей Газпрома, но ФКЦБ не разрешила», — напоминает Анна Трифонова. Сегодня, по ее мнению, можно было бы учитывать векселя, например, в депозитариях Внешторгбанка, «Региона» или Газпромбанка. В то же время Олег Дулебенец напоминает, что проблема создания единого вексельного депозитария остается нерешенной отчасти из-за того, что «существует конфликт интересов, на базе какого из перечисленных депозитариев создавать единый механизм расчетов». Как бы то ни было, при отсутствии единого депозитария рынок векселей остается весьма незащищенным, констатируют участники конгресса.

## ТОРГОВАЯ ПЛОЩАДКА — КТО САМЫЙ СМЕЛЫЙ?

Инфраструктура вексельного рынка нуждается в развитии и в части создания единой торговой площадки. «Необходимо, чтобы доступ к рынку векселей был обеспечен для всех заинтересованных участников, так как никакие облигации не заменят эти краткосрочные заимствования», — уверен начальник отдела по работе с векселями Управления по работе с долговыми обязательствами ИК «Велес Капитал» Евгений Шиленков. Он отмечает, что «сложившиеся системы, в которых происходят торги — РВС-векселя, Национальная котировальная система (НКС) — не очень удобные и не очень прозрачные, сделки в них переносятся, срываются». Кроме того, «в существующей инфраструктуре не видно инвесторов-нерезидентов, а также региональных инвесторов», — отмечает он. «Мы могли бы работать и лучше, более совершенная торговая система должна базироваться на депозитарном учете», — уверен эксперт. Он полагает, что, «возможно, стоит сделать аналог биржи для векселей: создать пул с помощью биржи РТС, компаний «Регион» и «Велес Капитал», а остальные участники «подтянутся» со временем».

Однако вице-президент РТС Анна Трифонова не уверена, что создание такой торговой площадки с участием РТС возможно: «Позиция ФСФР по отношению к вексельному рынку раньше была категорично негативной, теперь стала нейтрально-негативной, и РТС как фондовая биржа не готова взять на себя роль организатора торгов векселями», — заявила она. «Не хватает желания рынка, чтобы сделать общую торговую площадку», — констатировал Олег Дулебенец.

### САМЫЕ ИНФОРМАЦИОННО ОТКРЫТЫЕ ВЕКСЕЛЕДАТЕЛИ

В преддверии Российского вексельного конгресса на сайте Cbonds был проведен опрос зарегистрированных пользователей с целью определить самую информационно открытую компанию-векселедателя.

В опросе приняли участие несколько десятков человек. На конференции состоялось награждение победителей:

1 место:
- ОАО «ИНПРОМ» (Таганрог)

2 место:
- Группа «Осло-Марин» (Санкт-Петербург)

3 место:
- Группа «Комплекс-ойл» (Нижегородская обл.)

*Банкет*