Алексей Кузнецов,
генеральный директор
Брокерской компании «Регион»

«Рынок векселей — это часть долгового рынка...»

Компания «Регион» вот уже много лет остается ведущим оператором российского вексельного рынка. О перспективах этого сегмента Cbonds Review беседует с генеральным директором Брокерской компании «Регион» Алексеем Кузнецовым.

Что Вы думаете о сегодняшнем состоянии вексельного рынка? В чем преимущества векселей перед облигациями, если они есть?

Вексельный рынок является частью долгового рынка, поэтому движение вексельного рынка идет следом за всем долговым рынком. Просто рынок облигаций развивается более активно, чем рынок векселей, его рост, по нашим оценкам, составляет порядка 70% в год, а рост вексельного рынка — 10% в год.

Одной из заметных тенденций на рынке векселей является появление новых векселей банков конца первой–начала второй сотни. Раньше практически весь вексельный рынок составляли бумаги первой двадцатки банков. С другой стороны, на вексельном рынке уменьшается доля корпоративных бумаг. Но несмотря на то что общий объем долга корпораций уменьшается, появляются и новые имена; это могут быть и крупные компании, но достаточно много и новых небольших компаний, которые выходят на вексельный рынок.

Что касается преимуществ и недостатков векселей, то оперативность, быстрота выписки — самое главное преимущество этих бумаг. Второе преимущество заключается в том, что можно выписать любой объем на любой срок, чего на рынке облигаций никогда не будет, к сожалению. Кроме того, в принципе, многие вексельные программы можно рассматривать как начало кредитной истории для дальнейшего выхода на рынок бондов и IPO. Есть у вексельного рынка и недостатки: основной и самый главный — это бумажная форма, которая создает основные риски. Эти риски очень сильно мешают развитию вексельного рынка, они фактически не позволяют участвовать в нем нерезидентам.

Как различаются по структуре инвесторов вексельный рынок и рынок облигаций?

Рынок долгов в целом — это рынок институциональных инвесторов. Основные участники вексельного рынка и рынка облигаций — это банки, они могут покупать и векселя, и облигации. Что касается ПИФов, то там есть жесткие ограничения, поэтому ПИФы участвуют в рынке облигаций, но не в рынке векселей. НПФ могут вкладываться и в векселя, и в облигации, но для них рынок облигаций гораздо более понятен: там есть публичные котировки, они признаваемые; тем не менее, и в рынке векселей они тоже участвуют. Страховые компании работают и с тем, и с другим рынком, хотя есть достаточно много ограничений, с какими бумагами они могут работать. Частные инвесторы на рынке облигаций не очень активны, но все же участвуют, а вот на рынке векселей их фактически нет. Вексель, как правило, крупнономинальная бумага, и этим он неудобен для физических лиц. Поэтому сегодня основные участники рынка векселей — это банки, основные сделки проходят именно с крупными банками-резидентами.

Смогут ли биржевые облигации оттянуть на себя рыночную активность, и планирует ли «Регион» выступать в роли организатора размещений биржевых облигаций?

Мы были бы очень рады оказаться в числе первых или самыми первыми, кто будет организатором выпусков биржевых облигаций. Но сейчас из-за существующих в законе ограничений (выпускать биржевые облигации могут только компании, чьи АКЦИИ находятся в котировальных листах бирж — *прим. Cbonds Review*) достаточно мало эмитентов, с которыми можно работать — всего 62 эмитента. А векселедателей, которые могут выпускать биржевые облигации, буквально 5-6. Из корпораций это, например, ЦентрТелеком, ЮгТелеком. Из-за ограничений, которые были заложены в правилах выпуска биржевых облигаций, думаю, что их первые выпуски появятся не очень скоро, и поначалу будут носить разовый характер. Конкурировать с рынком векселей, наверное, они пока не смогут. Реально сейчас биржевые облигации смогут выпускать банки — это Сбербанк, ВТБ и, по-моему, «Возрождение». Но неизвестно, захотят ли они это делать.

Реально биржевая облигация не заменяет вексель в силу своей структуры. Вексель можно выпускать на любой срок, любым номиналом и достаточно быстро, и это его преимущество. Биржевые облигации делаются траншами, а это не всегда удобно. Часто банку нужно срочно выдать кредит на какую-то определенную сумму на конкретный срок, и векселя удобны в этом плане. Если будут выпускаться биржевые облигации, они, наверное, будут неким дополнением к существующему набору долговых инструментов. Они займут свой сегмент и вряд ли вытеснят или заменят собой рынок векселей; это будет инструмент, удобный для определенных целей, но полностью заменить векселя биржевые облигации не смогут.

Есть мнение, что векселя — это хорошая стартовая площадка, с которой можно начать публичную историю перед облигациями или IPO. Но опыт многих компаний показывает, что векселями можно также и испортить публичную историю, задав высокий ориентир по ставкам, а выпуск облигаций можно осуществить и без предварительного выхода на рынок векселей.

На первых порах развития рынка была такая классическая система: сначала идут векселя, создается кредитная история, потом облигации, потому что инвесторы не были готовы покупать облигации неизвестных эмитентов.

На данный момент для большинства эмитентов лучше начинать публичную историю сразу с выпуска облигаций, это позволяет существенно сэкономить на ставках. Все-таки риски, которые присутствуют на рынке векселей, ориентируют инвесторов на более высокую ставку. И поэтому для многих эмитентов начало публичной истории с выпуска векселей является ошибкой, по крайней мере, на данном этапе развития рынка, когда эмитентов облигаций достаточно много и достаточно просто оценивать риски новых эмитентов, сравнивая их с теми, которые уже представлены на рынке.

Есть и другая стратегия: сейчас многие эмитенты облигаций параллельно осуществляют выпуск своих векселей. Они уже создали себе имя на рынке, кредитную историю, и в достаточно короткий срок по достаточно приемлемым ставкам могут привлекать средства, выходя на рынок векселей.

Мы активно продвигаем такую стратегию, и она нам кажется довольно перспективной. Так поступают некоторые банки, например, ВТБ, «НОМОС-БАНК», Газпромбанк. Можно привести и примеры корпоративных заемщиков, которые после выпуска бондов переходили к выпуску векселей: это «Сатурн», Севкабель, ПИК, ЛОМО. Думаю, что и дальше, особенно среди корпораций, это направление будет активно развиваться и позволит эмитентам экономить по ставкам.

На рынке облигаций дефолтов практически не бывало, а на рынке векселей случались — например, все помнят Стройметресурс. У вексельного рынка на сегодня «негативный имидж». Каким-то образом этот имидж удается преодолевать?

Если вспомнить про дефолты векселей, то два самых крупных дефолта — это Русагрокапитал и Стройметресурс. Из банков это «Кредиттраст», «Диалог-Оптим», Союзобщемашбанк. Но на рынке облигаций тоже были дефолты: Стройметресурс дефолтнул как на рынке векселей, так и на рынке облигаций.

Нельзя говорить о том, что рынок векселей глобально чем-то отличается от рынка облигаций. Если эмитенту нечем платить, ему все равно, на каком рынке не гасить свои обязательства. Эти рынки очень похожи, наверное, нужно рассматривать не риски векселей и облигаций, а риски эмитента.

Каким Вы видите рынок векселей в России через три года?

Думаю, что та динамика развития долгового рынка, которая есть сейчас, сохранится и дальше: долговой рынок будет развиваться во всех сегментах. Рынок облигаций, поскольку он более понятен инвесторам, будет по-прежнему занимать лидирующие позиции по темпам роста. Надеюсь, что биржевые облигации займут свое место на долговом рынке. Рынок векселей никуда не денется, другие долговые инструменты в ближайшее время не смогут его заменить. Он будет наращивать обороты, но темпы его роста будут ниже, чем у рынка облигаций.

Интервью брали
Сергей Лялин и Анна Чепракова