***Валерий Голованов**,*
начальник управления организации долгового финансирования «Банка ЗЕНИТ»

«Векселя востребованы в качестве инструмента предфинансирования и оперативного финансирования»

Среди крупных банков «ЗЕНИТ» — один из самых активных организаторов вексельных программ. С чем это связано, какие преимущества, на ваш взгляд, дает эмитенту размещение векселей по сравнению с выпуском облигаций?

Наша стратегия поведения на долговом рынке подразумевает работу с различными компаниями одновременно по целому спектру финансовых инструментов. Та ниша, где мы можем полностью реализовать наши возможности — это растущие компании, которые переходят из третьего эшелона во второй. Это компании с выручкой 100-200 млн долл. в год, у которых есть определенный бренд, которые реализуют четкую, всем понятную стратегию по удержанию и завоеванию рыночной доли своей продукции и динамично развиваются. Как правило, этим компаниям сразу требуется комплекс услуг и продуктов на финансовом рынке. Векселя являются одним из наших стандартных предложений подобным компаниям. Векселя востребованы в качестве инструмента оперативного финансирования, который позволяет без дополнительных временных затрат, в том числе связанных с регистрацией эмиссионных документов, привлечь средства на любой срок. Целью вексельного займа часто становится пополнение текущей ликвидности, а иногда острые финансовые потребности, связанные, например, с незапланированным поведением контрагентов, неожиданной возможностью оперативно приобрести дополнительный объем сырья по более низкой цене и т. д.

Часто компания понимает, что потенциально может (и для нее это будет дешевле) привлечь средства с облигационного рынка, например, 1 млрд руб., но потребности в столь значительной сумме единовременно нет. Компании считают свои затраты, и если они будут вынуждены держать на счетах или депозитах часть средств, не размещенных в бизнесе, то они будут нести потери. Здесь тоже помогают векселя: они позволяют обеспечить предфинансирование какого-то проекта и оптимально вписаться в график cash flow компании. Наверное, этими причинами в основном и обусловлен наш интерес и интерес наших клиентов к вексельному рынку.

Как, по вашему мнению, различается структура инвесторов на вексельном и облигационном рынках?

Если говорить о рынке облигаций, то крупнейшие инвесторы — это коммерческие банки вплоть до топ-300. По моему мнению, эти участники контролируют 55-70% рынка облигаций. На втором месте стоит группа институциональных инвесторов — пенсионные фонды, управляющие компании, страховые компании, инвестиционные компании. Особо стоит отметить, что доля институциональных инвесторов растет год от года.

На рынке векселей структура инвесторов несколько иная. Существуют серьезные ограничения на те категории институциональных инвесторов, которые являются основными абсорбентами риска второго-третьего эшелонов рынка корпоративных облигаций. На вексельном рынке, бесспорно, банки занимают лидирующее положение в качестве инвесторов. Далее идут те инвестиционные компании, которые специализируются на этом рынке, для которых вексельный рынок — основная сфера получения доходов. Среди инвесторов вексельного рынка практически нет банков-нерезидентов, которые в последние 2-3 года занимают очень агрессивную позицию на рынке облигационных займов эмитентов первого, второго и даже третьего эшелона.

Что для банка выгоднее размещать — векселя или облигации? И где выше комиссия за размещение?

«Банк ЗЕНИТ» рассматривает вексельный рынок как вспомогательную сферу деятельности. И наши мотивы на этом рынке целиком и полностью определяются потребностью клиента, как и на рынке облигаций. Если сравнивать общий уровень комиссионных банка в данных операциях, то на рынке векселей он существенно ниже. Но и объем работ, который банк проделывает на этом рынке, существенно отличается от того, который он обеспечивает на рынке облигаций. Как правило, эти инструменты несопоставимы по объемам привлекаемых средств, соответственно, при размещении векселей значительно ниже общий размер комиссионных. С точки зрения размера комиссионных, если выбирать между пятью сделками по размещению векселей и одной по размещению облигаций того же объема, то для банка лучше сделать одну сделку по облигациям. Тем не менее, мы используем векселя как вспомогательный инструмент, который органически вписывается в потребности эмитентов.

Часто компания одновременно имеет в обращении и облигации, и вексельный заем. Но существует мнение, что если у компании уже есть облигации в обращении, на вексельный рынок выходить не надо. Согласны ли Вы с этим утверждением?

Все зависит от каждого конкретного случая: определяющим моментом является кредитное качество эмитента, его положение на рынке товаров или услуг, на котором он оперирует. Основной мотив заемщиков следующий: компании имеют значительный объем открытых лимитов и могут привлечь существенный объем ресурсов по сопоставимой ставке. При этом в случае, если компании требуется оперативное финансирование, мы готовы организовать его в рамках двух-трех дней. Финансовое состояние наших клиентов мы мониторим постоянно, потому что чувствуем ответственность перед инвесторами, делаем периодические обзоры по их состоянию для понимания инвесторами текущего положения эмитентов и поддержки их вторичного рынка. Могу сказать, что аналитическое подразделение «Банка ЗЕНИТ» держит руку на пульсе множества компаний. Мониторинг формирует у банка глубокое понимание бизнеса, динамики кредитного портфеля, успешности реализации заявленной инвестиционной программы и четкое представление об объеме финансирования, который банк готов предоставить каждому конкретному клиенту на данный момент. Альтернатива при выборе формы краткосрочного финансирования есть. Не обязательно используются такие инструменты, как векселя, часто это кредиты, в том числе и бланковые. Для многих выбор векселя как формы краткосрочного финансирования неприемлем, т. к. они убеждены, что вексель по сравнению с облигациями — инструмент с «подпорченным имиджем», поэтому предпочитают кредиты. Но у компании всегда есть возможность сделать выбор, и многие им пользуются, расширяя свои возможности за счет новых категорий инвесторов.

Вексель часто рассматривают как первый шаг на пути компании на публичный рынок — правильный ли это подход, учитывая тот факт, что достаточно высокая доходность векселей может в дальнейшем негативно отразиться на уровне доходности облигаций этого эмитента?

Здесь существенную роль играет специфика каждой компании. Я прекрасно понимаю те компании, которые по разным причинам еще не готовы к выходу на рынок облигаций, но начинают готовить под это почву, используя вексельные программы. Здесь важно действовать аккуратно и использовать единый центр выписки векселей. Иногда компании в погоне за объемами бланкового финансирования совершают ошибки и начинают выпускать векселя через двух-трех участников рынка, и это может привести к самому негативному результату — полной потере рынка. Важно, чтобы компания понимала свою стратегию поведения на публичном рынке. Компания, которая думает о выходе на публичный рынок, должна начинать мыслить иными категориями. Нужно понимание того, что публичный рынок непрерывно «пишет» некую историю заемщика, и все предыдущие шаги векселедателя могут оказывать влияние на стоимость его будущих заимствований на финансовом рынке, в том числе при размещении выпусков облигаций. Несмотря на то что компания может существенно измениться, вырасти в масштабах бизнеса, инвесторы могут помнить первоначальные ошибки — фактор субъективности на публичном рынке тоже имеет место быть.

Каким образом «Банк ЗЕНИТ» поддерживает ликвидность вексельных программ эмитентов, которые он выводит на рынок?

Векселя, организатором выпуска которых мы являемся, имеют твердую котировку с достаточно узким спредом. Мы понимаем важность проведения операций, аналогичных операциям РЕПО (например, кредитование под залог векселей), для серьезных по объему вексельных программ. По вексельным программам существенных объемов нами, как правило, данная услуга предоставляется. При вексельных программах объемом 100-300 млн руб. спрос на такие услуги не столь значительный.

Каково Ваше видение вексельного рынка через 3 года?

Я думаю, что этот рынок будет выполнять свои функции и дальше. Операторы останутся прежними — это будут, как и сегодня, преимущественно банки. В плане основных векселедателей, вероятно, ситуация тоже сохранится, но мне кажется, что на этот рынок все-таки выйдет достаточно много новых имен, в том числе компании из новых отраслей промышленности. Очень надеюсь на общее повышение кредитного качества компаний — дебютантов вексельного рынка. Объективно ясна четкая взаимозависимость экономической ситуации, налогового и инвестиционного климата и той степени прозрачности, на которую должны решиться российские компании при выходе на публичный рынок.

Мне видится, что будут отчетливо выделяться два основных вектора в значении вексельного рынка для компаний. Во-первых, вексель будет использоваться как некий инструмент предфинансирования для растущих компаний под более серьезные структурированные продукты. Во-вторых, векселя будут востребованы в качестве инструмента оперативного финансирования.

Интервью брали Сергей Лялин и Анна Чепракова