Вексельные программы: «за» и «против»

Дмитрий РОСИНИН,
управляющий вексельным портфелем,
банк «Электроника»

Дмитрий Росинин начал работу в Банке «Электроника» в 2003 году с позиции ведущего экономиста отдела вексельных операций, в этом же году занял пост заместителя отдела. В 2007 году возглавил отдел вексельных операций Банка, а в 2008 году назначен управляющим вексельным портфелем.

Рано или поздно перед компанией встает вопрос поиска источника дополнительных денежных средств. Как известно, существует несколько видов финансирования деятельности компании: долевое и долговое. В этой статье IPO как вид финансирования затрагиваться не будет, так как данный инструмент имеет принципиально иную суть и преследует более глобальные — по сравнению с долговым финансированием — цели.

Что касается долгового финансирования, то здесь существует несколько вариантов привлечения денежных средств под определенный процент и на определенный срок: банковский кредит, вексельная программа и облигационный заем. Каждый из инструментов имеет как свои преимущества, так и недостатки. Как один из вариантов рассмотрим привлечение банковского кредита: с одной стороны, он позволяет в короткие сроки и без дополнительных затрат получить денежные средства, но одновременно с этим не стоит забывать, что предприятие, постоянно кредитующееся в одном банке, попадает в полную зависимость от устойчивости банка, и в случае отказа по тем или иным причинам в предоставлении очередного кредита вынуждено сворачивать свои производственные проекты. Выданный при кредитовании объем средств может не удовлетворить потребностей компании в финансировании, кроме того, компания не имеет возможности приобрести положительную публичную историю. Данных неудобств можно избежать, привлекая средства на открытом рынке, используя такие инструменты, как векселя или облигации. Отметим, что вексель и облигация как средства привлечения финансирования очень похожи, поэтому в рамках данной статьи попробуем разобраться в преимуществах и недостатках того или иного инструмента.

Одно из важнейших преимуществ выпуска векселей — возможность в короткие сроки пополнить оборотные средства в необходимом объеме. Это самый простой и доступный из публичных инструментов: процедура выписки векселя занимает не больше часа, в то время как процесс организации и размещения облигационного займа занимает несколько месяцев, а это далеко не всегда удобно компании. Столь длительные сроки связаны с подготовкой и регистрацией большого количества документов в регулирующих органах. С другой стороны, длительная процедура организации облигационного займа позволяет значительно поднять уровень раскрытия информации о компании, что благоприятно скажется на доверии со стороны инвесторов. Однако говорить о том, что компания, организовавшая вексельную программу, недостаточно прозрачна, следует с большой осторожностью. В данном случае все зависит от желания самого заемщика: ведь помимо инвестиционного меморандума, рассказывающего о намерениях, можно и даже необходимо предоставить максимальное количество информации о компании-заемщике — это позволит инвесторам оценить компанию с различных сторон ее деятельности и тем самым повысить реноме. Для повышения уровня доверия со стороны участников рынка можно установить ограничения на ключевые параметры деятельности предприятия, которые, с одной стороны, будут защищать инвестора, с другой стороны, могут улучшить условия заимствования для предприятия, не говоря уже о повышении прозрачности бизнеса и уровне раскрытия информации.

Следующим отличием между двумя инструментами заимствования — векселем и облигацией — является место обращения. Векселя обращаются на внебиржевом, а облигации — в основном на биржевом рынке. В связи с этим сторонники облигационных займов нередко указывают на несколько недостатков векселей, первым из которых является низкая ликвидность. Данный недостаток вполне можно считать массовым заблуждением. Анализ российского рынка облигаций показал, что ликвидность облигаций в настоящее время оставляет желать лучшего, объем торгов на вторичном рынке в разы меньше, чем сам облигационный рынок. Наблюдаемая тенденция к увеличению объемов вторичных торгов объясняется ростом рынка в целом, однако при этом отставание темпов роста объема торгов от темпа роста рынка значительно.

Вторым типичным недостатком вексельной программы считают относительно небольшой объем. Этот недостаток также представляется достаточно спорным и требует более детального рассмотрения. Для начала необходимо определиться с целевой группой, на которую рассчитан каждый из инструментов. Проводя анализ российских облигаций, можно сделать вывод, что подавляющее большинство выпусков имеет объем от 1 млрд руб. (порядка 80% от всех размещенных займов). Таким образом, облигационные займы рассчитаны на крупные компании с длительными инвестиционными проектами, требующими внушительных финансовых затрат. Но если в пополнении средств нуждается средняя по размерам компания, то заимствования в объеме 1 млрд руб. ей просто не нужно в силу совершенно других масштабов бизнеса, да и инвесторы не станут рисковать, вкладывая такой объем средств. Выходом в этой ситуации станет выпуск небольшого по объему займа (займы до 500 млн руб. составляют всего лишь порядка 3.5% от общего объема заимствований), который, как показывает практика, малоинтересен участникам рынка из-за небольшого объема, и ликвидность такого облигационного займа будет стремиться к нулю.

Однако предположим, что облигационный заем небольшого объема все же размещен. Возникает резонный вопрос, во сколько это обошлось эмитенту. Сравнивая расходы на организацию и размещение вексельного и облигационного займов, можно сделать вывод, что в обоих случаях придется платить и за организацию, и за PR, однако стоимость всего этого удовольствия в случае вексельной программы будет гораздо ниже. Да, при организации вексельного займа возникают также дополнительные расходы, такие как стоимость бланков векселей и, при необходимости, расходы на домициляцию. Однако не стоит забывать, что и в случае с облигациями необходимо иметь платежного агента, который работает не бесплатно, а также вести реестр держателей собственными силами или с использованием депозитария.

Бесспорно, при размещении крупного облигационного займа стоимость самого размещения относительно объема будет невелика и вполне сопоставима с затратами на организацию, но при равенстве сумм заимствования использование векселей позволит значительно сэкономить свои расходы.

Еще одним «минусом» вексельной программы является короткий срок заимствований. Данное обстоятельство также очень легко может быть подвергнуто сомнению в связи с тем, что большинство облигационных займов имеют оферту, которая может быть исполнена существенно раньше, чем наступит срок погашения облигаций. Очень часто возможность предъявления к выкупу может быть осуществлена уже через год после размещения выпуска, и делается это не столько для возможности оперативного управления стоимостью и объемами заимствований, сколько для повышения инвестиционной привлекательности выпуска. Сроки заимствований через векселя обычно составляют 6–12 месяцев, что вполне соответствует фактическим срокам заимствования через облигации. Стоит добавить, что вексель также позволяет управлять как стоимостью заимствований, так и их объемом.

Таким образом, при размещении облигационного займа предприятие получает примерно тот же объем финансирования, только через полгода, с более высокой стоимостью и огромной проделанной работой. Стоит задуматься: а так ли уж необходим предприятию выпуск облигаций, может быть, вексельная программа в данных условиях будет эффективней и экономически целесообразней? К тому же, выпуск векселей позволит получить не только денежные средства, но и неоценимый опыт в области рыночных заимствований, и будет способствовать приобретению репутации хорошего заемщика, что в дальнейшем может быть с успехом использовано при размещении других видов ценных бумаг, например облигаций.

Вексельная программа может стать эффективным краткосрочным средством привлечения средств и для крупных компаний, которые по той или иной причине не могут получить обычный банковский кредит. Крупная компания с хорошей репутацией может достаточно быстро привлечь значительные ресурсы для поддержания текущей деятельности за счет выпуска векселей, оставив финансирование крупных инвестиционных проектов для облигационного займа или IPO.

Ко всему вышеизложенному можно добавить, что несмотря на прогнозы некоторых экспертов о сворачиваемости рынка корпоративных векселей, можно говорить о том, что при правильном позиционировании инструмента и хорошей информационной поддержке вексельные программы могут занять достаточно существенную нишу в финансировании компаний малого и среднего бизнеса. О существенности данной ниши можно судить по попыткам реализовать для данного сегмента компаний малых облигационных займов, которые будут проходить по более простой процедуре в отличие от обычных облигационных займов, но при этом будут торговаться на бирже. Данный проект уже начал реализовываться на площадке RTS, однако, судя по темпам развития, в ближайшее время данный вид финансирования не сможет составить реальной конкуренции вексельным программам.

Промсвязьбанк

УСЛУГИ НА ВЕКСЕЛЬНОМ РЫНКЕ

- Операции с собственными векселями
- Операции с векселями российских банков и компаний
- Организация вексельных займов

Преимущества Промсвязьбанка

Промсвязьбанк — активный участник вексельного рынка, крупный универсальный банк, предоставляющий полный спектр услуг по подготовке и размещению финансовых инструментов.
Многолетний опыт в инвестиционном бизнесе и наличие профессиональной команды обеспечивают качество и скорость реализации предлагаемых услуг.
Работа «под ключ» — принцип предоставления всего комплекса услуг с минимально необходимым участием со стороны клиента.
Широкая клиентская база Банка позволяет формировать дополнительный спрос на векселя Эмитента.
Гибкая система определения стоимости услуг.

Промсвязьбанк – стратегический партнер «Справочника эмитента – 2008».

(495) 705 90 97

ib@psbank.ru **www.psbank.ru**

ОАО «Промсвязьбанк». Генеральная лицензия Банка России № 3251, бессрочная. Реклама.