Вексель как инструмент краткосрочного финансирования.

Особенности, преимущества, недостатки

Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, ГК «РЕГИОН»

Родился 31 мая 1964 г. в Москве. В 1986 г. окончил Московский институт управления им. С. Орджоникидзе по специальности «инженер-экономист по организации управления», затем получил диплом Кембриджского университета в области международных рынков капитала.

С 1994 по 2001 год руководил группой анализа денежного рынка, аналитическим направлением деятельности агентства «Скейт-пресс», уделяя основное внимание анализу международного и российского долговых рынков.

В 2001 году присоединился к аналитической команде группы компаний «РЕГИОН», возглавив направление по аналитическим исследованиям долговых рынков.

На российском публичном рублевом долговом рынке можно назвать несколько активно используемых банками и компаниями инструментов привлечения внешнего финансирования. Среди них можно выделить векселя, которые в силу своих особенностей размещения и обращения являются достаточно удобным инструментом привлечения краткосрочного финансирования для заемщиков и одновременно привлекательным инструментом для вложения инвесторами.

ПОНЯТИЯ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ

Вексель (от нем. Wechsel) — ценная бумага строго установленной формы, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) уплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную денежную сумму. Вексель относится к ордерным ценным бумагам, то есть передача прав по нему осуществляется путем совершения специальной надписи — индоссамента. Индоссамент может быть бланковым (без указания лица, которому должно быть произведено исполнение) или ордерным (с указанием лица, которому должно быть произведено исполнение). Лицо, передавшее вексель посредством индоссамента, несет ответственность перед последующими векселедержателями за возможность осуществления прав по векселю.

Вексельное обращение регулируется Федеральным законом «О простом и переводном векселе» от 21 февраля 1997 г., согласно которому было установлено, что на территории Российской Федерации применяется Постановление Центрального Исполнительного Комитета и Совета Народных Комиссаров СССР «О введении в действие Положения о переводном и простом векселе» от 7 августа 1937 г. № 104/1341. Данное Положение было принято в

соответствии с международными обязательствами Российской Федерации, вытекающими из ее участия в Конвенции от 7 июня 1930 года, устанавливающей «Единообразный закон о переводном и простом векселях».

Согласно 2 статье Закона, по переводному и простому векселю вправе обязываться граждане Российской Федерации и юридические лица Российской Федерации. Российская Федерация, субъекты Российской Федерации, городские, сельские поселения и другие муниципальные образования имеют право обязываться по переводному и простому векселю только в случаях, специально предусмотренных федеральным законом.

Законом также определено, что в отношении векселя, выставленного к оплате и подлежащего оплате на территории Российской Федерации, проценты и пеня выплачиваются в размере учетной ставки, установленной Центральным банком Российской Федерации по правилам, установленным статьей 395 Гражданского кодекса Российской Федерации.

Согласно 4 статье Закона, переводной и простой вексель должен быть составлен только на бумаге (бумажном носителе).

По требованиям, основанным на протесте векселей в неплатеже, неакцепте и недатировании акцепта, совершенного нотариусом, в отношении физического лица, юридического лица или индивидуального предпринимателя выдается согласно Закону судебный приказ и производится исполнение по правилам, предусмотренным главой 11.1 и разделом V Гражданского процессуального кодекса РСФСР.

В соответствии со сложившейся деловой практикой на российском рынке, наибольшее распространение получили простые дисконтные векселя, номинированные в рублях, со сроком обращения до 1 года.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

В настоящее время к рублевым долговым инструментам кредитных и некредитных организаций можно отнести облигации, которые разделяются на «классические» и биржевые, и векселя. Основные особенности выпуска, размещения, обращения и погашения данных инструментов, а также требования к их эмитентам и векселедателям представлены в Таблице 1. Как видно из представленной таблицы, векселя имеют как существенные различия с облигациями в целом, так и некоторое сходство, например с биржевыми облигациями.

Отличие векселей от «классических» корпоративных и биржевых облигаций заключается прежде всего в эмиссионном характере последних, в необходимости подготовки эмиссионных документов (решения, проспекта и т.п.), необходимости раскрытия информации в соответствии с законодательством. Кроме того, облигации имеют ограничение по времени размещения, для начала вторичного обращения необходимо размещение всех облигаций или окончание срока размещения. В отличие от векселей, облигации при размещении могут оплачиваться только денежными средствами. Кроме того, при эмиссии облигаций необходима либо государственная регистрация, либо (для биржевых облигаций) уведомление регулирующего органа о выпуске. Также существует ряд нормативных требований к эмитенту (особенно жесткие для биржевых облигаций).

Есть существенные отличия в организации первичного и вторичного обращения. Обращение векселей происходит только на внебиржевом рынке, в то время как «классические» облигации могут торговаться на биржевом (одна или несколько бирж) и внебиржевом рынках, биржевые облигации — только на одной или нескольких биржах.

В целом можно отметить, что предъявляемые требования к эмитентам и условиям выпуска как корпоративных, так и биржевых облигаций должны способствовать снижению рисков инвесторов.

Схожесть векселей и биржевых облигаций заключается, прежде всего, в отсутствии государственной регистрации выпуска и в сопоставимости по срокам заимствования (правда, у биржевых облигаций — в соответствии с законодательством, а у векселей — в соответствии со сложившейся деловой практикой). Кроме того, у тех и других ценных бумаг законодательно не ограничивается предельный объем их размещения, нет специального налогообложения, то есть для эмитентов биржевые облигации и векселя являются инструментом краткосрочного заимствования.

ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ВЕКСЕЛЕЙ

Таким образом, можно сделать вывод, что интерес к выпуску векселей со стороны коммерческих банков и компаний обусловлен наличием ряда преимуществ векселей относительно облигаций:

- более «свободный», легкий и быстрый доступ к рынку капитала;
- существенное сокращение регулятивных издержек;
- возможность оперативного принятия решения по времени и срокам привлечения заемных средств;
- потенциальная возможность более быстрого регулирования стоимости финансовых ресурсов для предприятия-векселедателя;
- дополнительные возможности управления собственным долговым портфелем (например, за счет досрочного учета векселей с различными сроками обращения);
- возможность использования векселей в качестве расчетного средства.

Кроме того, можно выделить ряд преимуществ относительно кредитов:

- беззалоговый характер заимствования;
- вторичное обращение, ликвидность.

Что касается недостатков векселей, то они в большей степени касаются участников и инвесторов на данном рынке, хотя, естественно, это отражается на возможности заимствования посредством данного инструмента для банков и компаний.

Основная проблема вексельного рынка и связанные с ней трудности работы заключаются, в первую очередь, в документарной (бумажной) форме самого векселя, которая предопределяет специфические риски (дефект формы, возможность утраты, кражи и подделки). Для работы с векселями требуется наличие определенной инфраструктуры, что потенциально сужает круг инвесторов на вексельном рынке. Бумажная форма определяет необходимость дополнительных расходов и издержек, связанных с транспортировкой, проверкой подлинности, проведением криминалистической экспертизы, хранением векселей.

Второй проблемой можно назвать непрозрачное ценообразование, отсутствие торговых систем и достоверной информации об объемах и структуре сделок на вексельном рынке. Выставляемые в информационной системе «РВС-векселя» или на веб-сайтах ведущих операторов вексельного рынка котировки носят индикативный характер, то есть реальные сделки могут проходить как выше, так и ниже указанных ставок в зависимости от конъюнктуры, объема сделок и так далее. Соответственно, процесс ценообразования по векселям не является полностью объективным и в большей мере зависит от взаимоотношений векселедателя и покупателя векселей (организатора вексельных программ).

Следующей немаловажной проблемой для инвесторов является необязательный характер раскрытия информации по векселедателям, что может существенно увеличивать риски для инвесторов. Соответственно, информационная открытость и прозрачность векселедателя являются необходимыми условиями для успешного привлечения внешнего финансирования посредством векселей.

Кроме того, следует отметить, что бурное развитие и совершенствование рынка корпоративных облигаций изменило, на наш взгляд, отношение к векселям как со стороны компаний — потенциальных векселедателей, так и со стороны инвесторов. Фактически можно говорить о переоценке роли различных долговых инструментов, в результате которой облигации стали рассматриваться предприятиями как реальный инструмент привлечения инвестиционного (долгосрочного) финансирования с рынка капитала, в то время как векселя остались инструментом краткосрочного финансирования, используемого для покрытия кассовых разрывов, пополнения, в том числе сезонного, оборотных средств.

СОСТАВЛЯЮЩИЕ УСПЕХА ВЕКСЕЛЬНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ

Успех вексельного займа зависит, в первую очередь, от финансового состояния векселедателя, уровня его кредитоспособности, информационной прозрачности и уровня корпоративного управления. Кроме того, большое значение для успеха вексельной программы имеет выбор организатора займа.

Таблица 1. Сравнительный анализ векселей и облигаций и требований к эмитентам/векселедателям

	«Классические» облигации	Биржевые облигации	Векселя
Определение	Облигация — эмиссионная ценная бумага, содержащая обязательство эмитента выплатить ее владельцу номинальную стоимость по окончании установленного срока с возможностью периодически выплачивать определенную сумму процента.	Биржевой признается облигация, отвечающая одновременно следующим условиям в соответствии с ФЗ №138-ФЗ от 27 июля 2006 г.	Вексель — вид ценной бумаги, представляет собой денежное обязательство строго установленной законом формы. Является безусловным и бесспорным долговым документом.
Форма выпуска	Документарная (на предъявителя) или бездокументарная (именная)	Документарная, на предъявителя с обязательным централизованным хранением	Документарная ордерная (вексель с бланковым индоссаментом оплачивается предъявителю)
Организационно-правовая форма эмитента/ векселедателя	Нет ограничений, за исключением ГУПов, для которых предусмотрен разрешительный характер заимствований.	Только ОАО	Нет ограничений, за исключением ГУПов, для которых предусмотрен разрешительный характер заимствований. Российская Федерация, субъекты РФ, муниципальные образования могут обязываться по векселям только в случаях, специально предусмотренных федеральным законом.
Особые требования к эмитенту/ векселедателю	Не ранее третьего года существования, наличие надлежащим образом утвержденной годовой бухгалтерской отчетности за два завершенных финансовых года при отсутствии обеспечения выпуска.	Не менее трех лет существования. Наличие надлежащим образом утвержденной годовой бухгалтерской отчетности за два завершенных финансовых года. Акции должны быть включены в котировальный список ФБ, осуществляющей допуск биржевых облигаций к торгам.	Нет особых требований
Дополнительное обеспечение	Поручительство третьих лиц, залог ЦБ или недвижимости, банковская, государственная либо муниципальная гарантии.	Не могут выпускаться с залоговым обеспечением.	Аваль третьих лиц
Необходимость регистрации выпуска	Необходима государственная регистрация выпуска, регистрация проспекта (в некоторых случаях) и отчета об итогах их выпуска.	Решение о выпуске биржевых облигаций и проспект биржевых облигаций регистрируются биржей. Информация о размещении раскрывается биржей. Соответствующее Уведомление Биржа направляет в ФСФР.	Не требуется специальной регистрации.
Специальные государственные налоги и сборы	Пошлина за государственную регистрацию выпуска — 0.2% от номинальной стоимости эмиссии, но не более 100 тыс. руб.	Не предусмотрены	Не предусмотрены

Таблица 1. Сравнительный анализ векселей и облигаций и требований к эмитентам/векселедателям *(продолжение)*

	«Классические» облигации	Биржевые облигации	Векселя
Порядок и место размещения ЦБ	Открытая или закрытая подписка, биржевое (на одной или более бирж) или внебиржевое	Только открытая подписка на одной ФБ	Только внебиржевое
Срок размещения выпуска	1 год с даты начала размещения	1 месяц с даты начала размещения	Формально нет ограничений
Ограничения на объем выпуска ЦБ	УК эмитента и/или размер обеспечения	Нет ограничений. Объем БО не учитывается при определении соотношения номинальной стоимости всех выпущенных обществом других облигаций с размером УК.	Формально нет ограничений
Срочность заимствования	Законодательно не ограничено, обычная практика — 2–3 года и более.	Законодательно ограничено 1 годом с даты начала размещения.	Законодательно не ограничено, обычная практика — от 1 до 12 месяцев.
Форма оплата ценных бумаг при размещении	Только денежными средствами	Только денежными средствами	Денежными средствами
Начало вторичного обращения	После государственной регистрации отчета об итогах выпуска	Обращение биржевых облигаций до их полной оплаты и завершения размещения запрещается. Вторичное обращение возможно сразу после размещения (через 1–2 дня).	Ограничений нет
Организация вторичного обращения ЦБ	Биржевое (на одной или более бирж) / или внебиржевое	Только биржевое (на одной или более биржах)	Только внебиржевое
Требования к раскрытию информации	Стандарты ФСФР по обязательному раскрытию информации	Стандарты ФСФР по обязательному раскрытию информации (как эмитента акций). Эмитент и ФБ обязаны обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте биржевых облигаций, любым заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения этой информации, а также в срок не позднее чем за семь дней до даты начала размещения (обращения) биржевых облигаций раскрыть информацию о допуске биржевых облигаций к торгам на фондовой бирже.	Не установлены. Определяются деловыми обычаями, которые предусматривают организацию и проведение программы Investors Relations.
Досрочное погашение	В соответствии с действующим законодательством. Возможность досрочного погашения по инициативе эмитента должна быть предусмотрена эмиссионными документами.	В соответствии с действующим законодательством. А также владельцы биржевых облигаций вправе предъявить их к досрочному погашению в случае, если акции всех категорий и типов эмитента биржевых облигаций исключены из списка ценных бумаг, допущенных к торгам, на всех фондовых биржах, осуществивших допуск биржевых облигаций к торгам. ФБ обязана раскрыть информацию об итогах выпуска биржевых облигаций.	В соответствии с действующим законодательством. Возможен досрочный платеж по векселям (по соглашению векселедателя и векселедержателя).

Основными задачами последнего являются правильная оценка текущего состояния и перспектив развития бизнеса компании, разработка стратегии и тактики работы компании на публичном долговом рынке, правильное позиционирование и представление компании и ее вексельной программы инвестиционному сообществу, ну и, собственно, размещение векселей и поддержание их вторичного рынка.

Мы считаем, что в настоящее время для промышленных, торговых и других компаний существует как минимум три основных направления успешного использования векселей в качестве инструмента краткосрочного финансирования.

Во-первых, вексель может использоваться с большим успехом как инструмент бридж-финансирования (взамен бридж-кредита) перед размещением облигаций, при прохождении оферты по досрочному выкупу облигаций. Интерес к такой форме предоставления бридж-финансирования со стороны организаторов выпуска очевиден, так как вексель является потенциально более ликвидным инструментом, чем кредит, хотя говорить о высокой ликвидности данных векселей не приходится. Для предприятий выгоды таковы: выпуск векселей может быть организован в короткое время; не требуется предоставления залога и дополнительных затрат, сопутствующих оформлению кредитной сделки; возможен досрочный учет векселей в любое удобное время и в необходимом объеме.

Во-вторых, достаточно широкую практику получил выпуск векселей компаниями, ранее разместившими и имеющими в обращении собственные облигации. Более широкая известность на долговом рынке, обязательность раскрытия информации в соответствии с законодательством, возможность более справедливого, сориентированного на ставки облигаций, ценообразования векселей, возможность удовлетворить дополнительный спрос со стороны инвесторов, имеющих лимиты на эмитента, при ограниченном объеме облигационного займа, — все это позволяет компаниям успешно привлекать краткосрочное финансирование в виде векселей. А инвесторы получают достаточно информационно прозрачный, более безопасный и ликвидный инструмент для краткосрочных вложений.

В-третьих, существует достаточно много предприятий с небольшими масштабами бизнеса (например, с выручкой менее 2–3 млрд руб.), не позволяющими сразу выйти на облигационный рынок, но с хорошим кредитным качеством, реальным потенциалом роста в течение ближайших 1-2 лет и потребностью во внешнем финансировании для поддержания высоких темпов развития бизнеса. Именно для таких предприятий организация вексельных программ может стать целесообразным шагом по пути на публичный рынок заимствований.

ВЕКСЕЛЬНАЯ ПРОГРАММА — НАИБОЛЕЕ ЦИВИЛИЗОВАННАЯ ФОРМА ВЕКСЕЛЬНОГО ЗАИМСТВОВАНИЯ

Стандартизацию вексельных заимствований на основе организации вексельных программ можно назвать наиболее цивилизованным способом, в первую очередь, при дебютном выходе векселедателя на публичный долговой рынок. Это обусловлено наличием целого ряда преимуществ для успешного заимствования:

- прозрачность и прогнозируемость для инвесторов;
- финансовый характер выпускаемых векселей;
- стандартизация периодичности выпуска и погашения векселей;
- ограниченный объем векселей в обращении;
- повышение безопасности работы с векселями для инвесторов.

Организация вексельной программы предполагает целый ряд мероприятий у векселедателя, связанных с разработкой положения о порядке выдачи, обращения и погашения векселей (включая вопросы использования (изготовления) бланков векселей; определение процедуры проверки подлинности векселей, процедуры и места погашения и т.п.). Большое внимание должно быть уделено вопросам раскрытия информации и доведения ее до потенциальных инвесторов.

МЕСТО ВЕКСЕЛЕЙ НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

Официальных данных по объему вексельного рынка не существует. Вместе с тем, по нашим оценкам, объем «рыночных» векселей в обращении по состоянию на конец первого полугодия 2008 года составлял порядка 670–700 млрд руб., что на 16–20% выше уровня начала текущего года. На рублевом корпоративном долговом рынке векселя занимают по объему второе место, уступая корпоративным облигациям с объемом на середину 2008 г. порядка 1.5 трлн руб. Объем рынка биржевых облигаций, стартовавшего фактически в марте текущего года, составляет всего 7.5 млрд руб. по номиналу. С учетом государственных и муниципальных облигаций векселя занимают на рублевом долговом рынке порядка 19–20% (см. Таблицу 2).

Таблица 2. Объем рублевого долгового рынка в 2006–2008 гг., млрд руб.

Сектор долгового рынка	2006	2006 / 2005, %	2007	2007 / 2006, %	6 м 2008	6 м 2008 / 2007, %	Доля 6 м 2008, %
Федеральные облигации	876	21%	1047	20%	1116	7%	32%
Муниципальные облигации	190	7%	220	16%	255	16%	7%
Корпоративные облигации	902	87%	1258	39%	1497	19%	43%
Биржевые облигации	—	—	—	—	7.5	—	0.2%
Векселя	500	35%	580	16%	670–700	16–21%	19–20%
Всего	2467	42%	2975	21%	3478	17%	100%

Источник: Банк России, ФБ ММВБ, ГК «РЕГИОН»

Таблица 3. Среднедневные обороты, млрд руб.

период	Федеральные облигации	Муниципальные облигации	Корпоративные облигации	Биржевые облигации	Векселя	Итого
2006	1 361	2 750	9 968		12000	26 079
2007	1 895	2 759	15 099		15500	35 253
2008 6 м	1 045	2 454	16 083	54	18000	37 581
Изменение к предыдущему периоду						
2006	14%	-24%	63%		71%	45%
2007	39%	0%	51%		29%	35%
2008 6 м	-45%	-11%	7%	—	16%	7%
Доля в суммарном обороте						
2006	5%	11%	38%		46%	100%
2007	5%	8%	43%		44%	100%
2008 6 м	3%	7%	43%	0.1%	48%	100%

Источник: Банк России, ФБ ММВБ, ГК «РЕГИОН»

Вторичный вексельный рынок остается одним из наиболее ликвидных секторов (его доля составляет порядка 48%), что обусловлено преимущественным присутствием на нем профессиональных участников, крупными номиналом (обычно не менее 1–5 млн руб. против 1 тыс. руб. у облигаций) и минимальными лотами (от 10–20 млн руб. и выше). По нашим оценкам, среднедневной оборот в первом полугодии 2008 г. составлял порядка 18–20 млрд руб. (рост по сравнению с 2007 г. составил порядка 20%), в то время как по корпоративным облигациям он составил около 16.1 млрд руб. (+7% к показателю за 2007 г.).

В заключение хочется отметить, что вексель, обладая, как и любой другой долговой инструмент, рядом определенных преимуществ и недостатков, остается наиболее удобным (в сжатые сроки и в относительно крупных объемах) способом привлечения краткосрочного финансирования. Использование векселя наряду с облигациями позволяет банку или компании проводить более гибкую долговую политику, решать вопросы регулирования своей ликвидности, наиболее эффективно использовать широкие возможности фондового и финансового рынков. Кроме того, можно отметить сохранение достаточно высокого спроса на данный инструмент со стороны инвесторов, особенно в периоды нестабильности на финансовых рынках, в период ожидания роста процентных ставок.