Александр Ермак,
главный аналитик долговых рынков,
заместитель начальника аналитического управления,
БК «РЕГИОН»

Без развития инфраструктуры рынок обречен на стагнацию

За последние 15 лет своего существования российский «публичный» вексельный рынок прошел большой путь и существенно изменился — как количественно, так и качественно. Вместе с тем, этому рынку крайне необходимы перемены, иначе ему грозит неизбежный застой и медленное, но верное угасание.

DISCLAIMER

В рамках данной статьи речь пойдет исключительно о «публичном» сегменте данного рынка — сегменте так называемых финансовых векселей — и никоим образом не о векселях, выписанных для реализации той или иной схемы взаимодействия или расчетов между отдельными хозяйствующими субъектами.

БАНКИ ПРАВЯТ БАЛ

Если еще в середине 90-х годов прошлого века российский вексельный рынок можно было смело назвать рынком векселей нескольких крупнейших банков и «Газпрома» с добавлением ряда крупных компаний — преимущественно топливно-энергетического комплекса, — то в настоящее время это, прежде всего, рынок ценных бумаг широкого круга банков. За последние 1.5–2 года круг банков-векселедателей расширился за счет кредитных организаций, входящих во вторую, а порой и третью сотню российских банков по размеру активов.

Согласно нашим оценкам, на долю векселей кредитных организаций в настоящий момент приходится порядка 90% вексельного рынка, в то время как еще 5 лет назад их доля составляла порядка 30–40%. Отчасти это подтверждают данные Банка России, согласно которым с конца 2006 года доля учтенных векселей некредитных организаций в вексельном портфеле коммерческих банков составляет 9–11% против 14–15% в начале 2006 года и 59–66% в начале 2000 года. (Рис. 1).

Рост рынка банковских векселей и расширение круга векселедателей можно объяснить рядом как объективных, так и субъективных факторов. В первую очередь следует отметить стремительные темпы роста самой банковской системы (в том числе за счет сделок слияний и поглощений) на фоне благоприятной макроэкономической ситуации и развития российской экономики в целом. Рост масштаба деятельности банков требовал от них нахождения и использования всех возможных источников финансирования. При этом одним из наиболее «простых» и удобных инструментов привлечения дополнительного финансирования всегда был и остается вексель.

Интерес инвесторов к векселям второй «сотни» банков обусловлен более высокой доходностью: спред составляет в среднем порядка 300–500 б.п., что повышает привлекательность таких вложений с учетом сохранения тенденции к снижению их кредитных рисков в результате (как уже было отмечено выше) роста их активов и капитала, их лидирующих позиций в своих регионах.

По данным Банка России, на 1 июня 2007 г. объем привлеченных путем выпуска векселей средств составил около 610.14 млрд руб., в том числе «рыночных» (без учета векселей до востребования и со сроком обращения более 3 лет) — около 506 млрд руб., что составляет порядка 83% от общего объема векселей (против 30–35% 6–7 лет назад). При этом, по нашим оценкам, на долю 20–25 крупнейших банков-векселедателей приходится около 45–50% от объема выпущенных «рыночных» векселей, а на долю 100–130 крупнейших векселедателей-банков — порядка 80%.

Коммерческие банки являются не только основными векселедателями, но и крупнейшими операторами рынка и держателями векселей. Их долю на вексельном рынке мы оцениваем на уровне порядка 30%. При этом по данным Национального Рейтингового Агентства (НРА), на 1 апреля 2007 года объем портфеля учтенных векселей 200 крупнейших банков — держателей векселей составлял более 218.5 млрд руб., или 91% от общего объема учтенных векселей всеми коммерческими банками. А на долю 22 крупнейших держателей векселей приходилось более 50% от объема учтенных векселей банками (на долю пяти крупнейших — около 23%).

В НОВЫЙ ВЕК С НОВЫМИ ПРАВИЛАМИ

Постепенное снижение доли и уход с рынка в начале 21 века «Газпрома» и других крупных промышленных компаний открыл дорогу на вексельный рынок не только коммерческим банкам, но и широкому кругу компаний различных отраслей. 2000–2001 годы стали временем начала реализации многочисленных вексельных программ, выработки и введения в практику основных принципов организации и проведения данных программ. Первооткрывателями являются «Иркут» (ИАПО), АвтоВАЗ, «Альфа-Эко» и другие.

В качестве основных принципов организации вексельных программ, актуальность которых сохраняется и в настоящее время, можно назвать:

- прозрачность и прогнозируемость для инвестора;
- финансовый характер выпущенных на рынок векселей;
- стандартизация периодичности выпуска и сроков обращения векселей;
- ограниченный объем векселей в обращении;
- обеспечение высокой безопасности и удобства работы с векселями для инвесторов.

Рис. 1. Доля векселей некредитных организаций в вексельном портфеле банков (%)

Источник: Банк России, расчеты ГК «РЕГИОН»

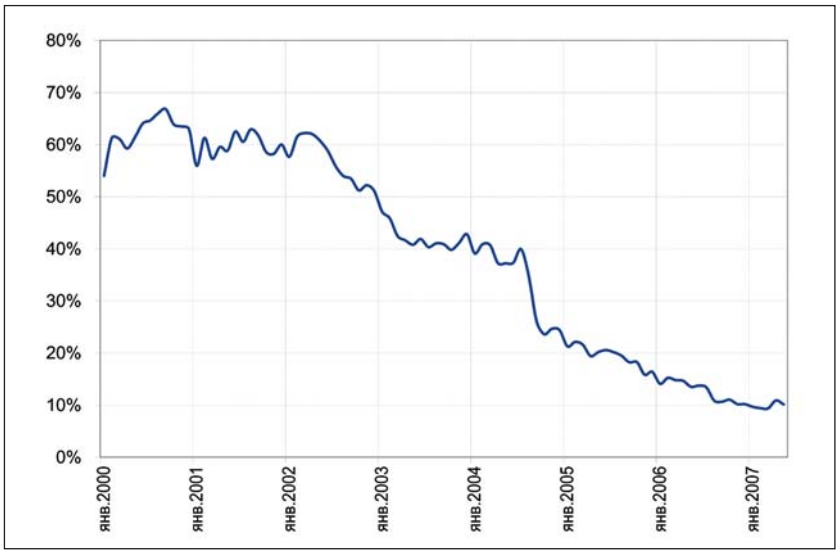


Рис. 2. Объем привлеченных средств банками путем выписки векселей, млрд руб.

Источник: Банк России, расчеты ГК «РЕГИОН»

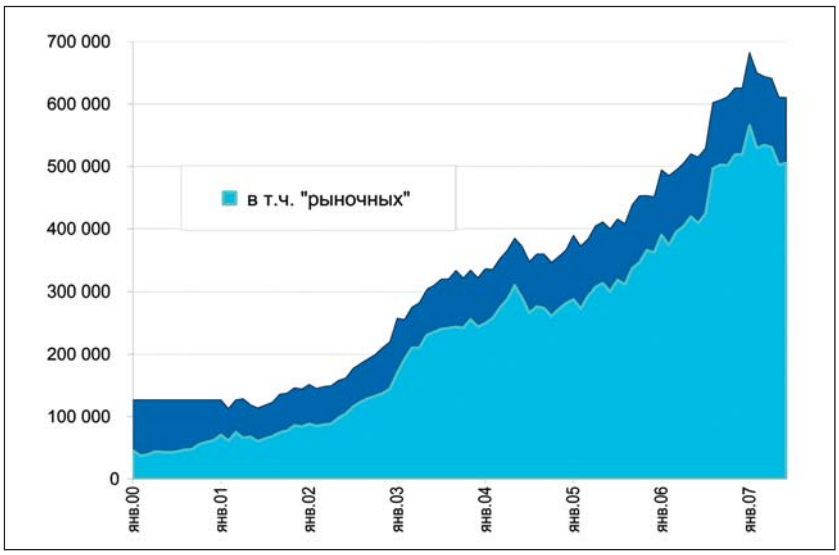


Рис. 3. Распределение вложений банков в векселя

Источник: Банк России, НРА, расчеты ГК «РЕГИОН»

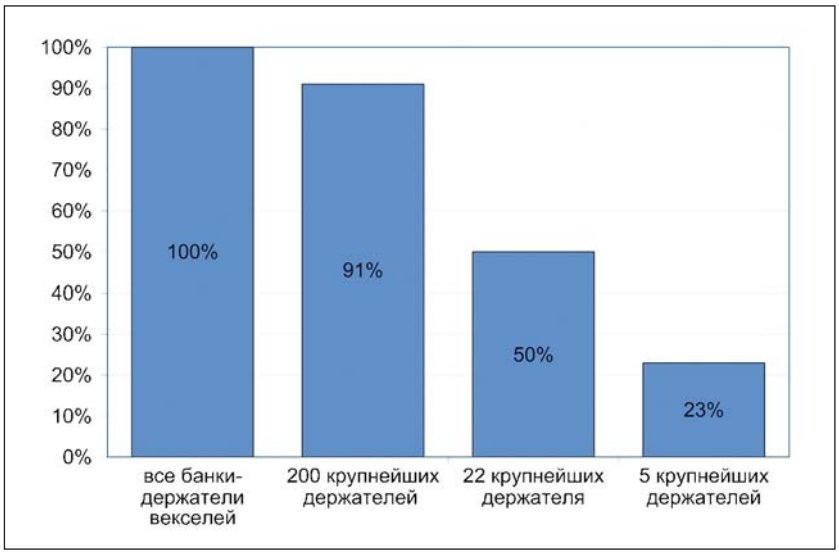


Таблица 1. Объем в обращении рублевого долгового рынка (млрд руб., на конец периода)

Сектор долгового рынка	2003	2004	2005	2005 / 2004, %	2006	2006 / 2005, %	1 полугодие 2007
Федеральные облигации	315	558	722	29%	876	21%	998
Муниципальные облигации	83	124	178	44%	190	7%	197
Корпоративные облигации	160	266	483	81%	902	87%	1 122
Векселя	350–370	300–310	350–370	19%	480–500	35%	450–475
Всего	928	1 258	1 732	38%	2 467	42%	2 798

Источник: Банк России, ММВБ, оценка и расчеты ГК «РЕГИОН»

Большое внимание становлению и расширению вексельного рынка, внедрению практики организации вексельных программ было уделено со стороны АУВЕР, объединившей усилия ведущих операторов вексельного рынка и разработавшей и утвердившей основные правила и стандарты операций с векселями. Базовыми документами стали Стандарты выдачи и погашения векселей, передачи векселей, реализации вексельных программ и раскрытия информации.

В то время многие компании рассматривали выпуск векселей в качестве первого этапа выхода на публичный рынок заимствований, предшествующий размещению облигаций. Размещение векселей сопровождалось подготовкой информационного меморандума, проведением презентаций или интернет-конференций.

Интерес к вексельным программам со стороны компаний в то время был обусловлен слабой развитостью рынка облигаций и наличием ряда преимуществ векселей:

- более свободный, легкий и быстрый доступ к долговым капиталам;
- существенное сокращение регулятивных издержек;
- потенциальная возможность более быстрого снижения стоимости финансовых ресурсов для предприятия-векселедателя;
- упрощение управления собственным долговым портфелем;
- возможность использования векселей в качестве расчетного средства.

Тем не менее, практика вексельных программ не нашла столь широкого применения среди крупных российских компаний, как выпуск облигаций, чему в первую очередь способствовало опережающее развитие рынка облигаций. При этом проблемы вексельного рынка, о которых мы поговорим ниже, так и остались неразрешенными.

В качестве ключевых качественных изменений рынка рублевых облигаций можно отметить:

- широкое применение механизма оферты, который позволил постепенно увеличивать сроки заимствования;
- принятие изменений в регулирующих актах, позволяющих эмитентам менять процентную ставку в ходе обращения займа;
- расширение круга инвесторов, в том числе за счет нерезидентов;
- законодательное снижение регулятивных издержек;
- снижение в результате роста конкуренции издержек, связанных с организацией и размещением займов;
- биржевое обращение, обеспечившее доступ широкого круга инвесторов и более прозрачное ценообразование;
- обязательное раскрытие информации по эмитентам, обеспечившее прозрачность облигационного рынка для инвесторов.

Качественные изменения обеспечили и бурный рост количественных показателей рынка облигаций: ежегодный рост объема облигаций в обращении и оборота на вторичном рынке составлял порядка 60–90% (см. Таблицу 1).

В результате корпоративные облигации по объему в обращении обогнали не только вексельный рынок, но и рынок федеральных государственных облигаций. Лишь по объему сделок на вторичном рынке вексельный сегмент (благодаря большому номиналу и крупному объему единичных сделок) сопоставим с корпоративным сегментом облигационного рынка (см. Таблицу 2). Хотя и этот паритет, судя по темпам роста оборота на рынке корпоративных облигаций, носит временный характер.

СМЕНА ВОСПРИЯТИЯ

Таким образом, развитие облигационного рынка изменило, на наш взгляд, отношение к векселям как со стороны компаний — потенциальных векселедателей, так и со стороны профучастников и инвесторов. Примерно с начала 2005 года можно было говорить о существенном различии в оценке роли облигаций и векселей. Так, если облигации (по мере увеличения срока заимствования и снижении ставок привлечения) все в большей степени стали рассматриваться предприятиями как инструмент привлечения инвестиционного финансирования с рынка капитала, то векселя оставались инструментом краткосрочного финансирования, используемого для покрытия кассовых разрывов, пополнения, в том числе сезонного, оборотных средств и тому подобного.

Таблица 2. Среднедневные обороты вторичного рынка, млрд руб.

	Федеральные облигации	Муниципальные облигации*	Корпоративные облигации *	Векселя
2003	946	1 016	1 999	3 000 – 3 500
2004	1 049	2 286	3 211	4 500 – 5 000
2005	1 199	3 604	6 131	7 000 – 8 000
2006	1 361	2 750	9 968	10 000 –12 000
I-е полугодие 2007	1 415	3 253	13 972	12 500 –13 000

** с учетом биржевых и внебиржевых сделок*

Источник: Банк России, ММВБ оценка и расчеты ГК «РЕГИОН»

Тем самым, вексельная программа перестала быть для предприятий необходимым публичным шагом перед выходом на облигационный рынок. В то же время вексель как инструмент бридж-финансирования (взамен бридж-кредита) перед размещением облигаций стал использоваться все чаще и с большим успехом. Интерес к такой форме предоставления бридж-финансирования со стороны организаторов очевиден, так как вексель является потенциально более ликвидным инструментом, чем кредит, хотя говорить о высокой ликвидности данных векселей не приходится.

В последние 1.5–2 года относительно широкое распространение получил выпуск векселей компаниями, ранее разместившими и имеющими в обращении собственные облигации. Относительно 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. В то же время инвесторы получают достаточно информационно прозрачный, более безопасный и ликвидный инструмент для краткосрочных вложений.

Проведенный нами анализ списка компаний (всего 60 компаний) в рейтинге организаторов публичных вексельных программ, подготовленном агентством Cbonds по итогам первой половины 2007 года, показал, что векселя порядка 15% компаний являются бридж-финансированием перед размещением облигационных займов. Около 35% компаний выпускали векселя, имея собственные облигационные займы в обращении. И оставшиеся порядка 50% компаний, выпускавших векселя, не имели облигаций или намерений по их выпуску в ближайшее время. Но при этом на их долю приходилось, по нашим оценкам, не более 20% (!) от общей суммы публично выпущенных векселей, которая составила порядка 15.28 млрд руб.

Столь незначительный объем «независимых» вексельных программ (в среднем порядка 50–150 млн руб.) определяется относительно небольшим масштабом деятельности компаний-векселедателей.

Следует отметить, что для формирования относительно ликвидного и интересного для инвесторов рынка облигаций объем займа должен быть не менее 1 млрд руб. по номиналу (хотя еще 2–3 года назад можно было говорить об объеме не менее 500 млн руб.). Такой объем единовременного заимствования «под силу» только компаниям с финансовыми показателями, которые удовлетворяют определенным требованиям. Например, объем их выручки должен составлять не менее 3 млрд руб., объем чистых активов — не менее 1 млрд руб., они должны демонстрировать определенный уровень рентабельности, ликвидности, долговой нагрузки.

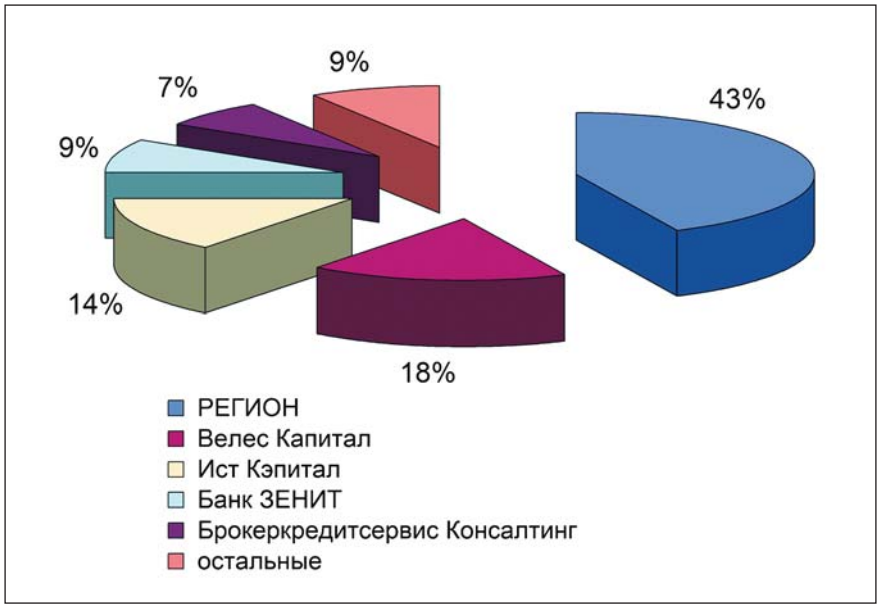
В то же время существует достаточно предприятий с меньшими масштабами бизнеса, но имеющими реальный потенциал роста в течение ближайших двух лет и потребность во внешнем финансировании для поддержания высоких темпов развития. Именно для таких предприятий организация вексельных программ может стать целесообразным шагом по пути на публичный рынок заимствования. Большое значение для успеха вексельной программы имеет выбор организатора займа. 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. Тем не менее, говорить о высокой ликвидности большинства таких вексельных программ обычно не приходится. Для достижения определенного уровня ликвидности объем выпуска в рамках вексельной программы должен быть не менее 300–500 млн руб.

КАЗНИТЬ НЕЛЬЗЯ ПОМИЛОВАТЬ

Вексельное обращение в России регулируется единственным Федеральным законом РФ от 21 февраля 1997 года «О переводном и простом векселе». Согласно этому закону, было установлено, что в соответствии с международными обязательствами Российской Федерации, вытекающими из ее участия в (Женевской) Конвенции от 7 июня 1930 года, устанавливающей Единообразный закон о переводном и простом векселях, 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 года N 104/1341.

Рис. 4. Доля основных организаторов вексельных программ (без учета банков, по итогам 6 мес. 2007 г.)

Источник: Cbonds, расчеты ГК «РЕГИОН»



Несмотря на столь лаконичное российское законодательство и применение международных норм, у государственных органов достаточно много инструментов, способных стимулировать или ограничивать развитие вексельного рынка. В первую очередь, к ним можно отнести ограничение или разрешение инвестировать в векселя средства институциональных инвесторов, деятельность которых регулируется государственными органами.

Так, с середины февраля 2007 г. вступили в силу новые правила размещения средств НПФ, утвержденные постановлением Правительства РФ. В частности, согласно этим правилам из перечня разрешенных активов были исключены векселя.

Согласно нашим наблюдениям, в структуре активов НПФ на долю векселей могло приходиться до 20–25%. Таким образом, доля НПФ на вексельном рынке на начало этого года могла составлять около 15–20%. Учитывая краткосрочный характер вексельного рынка (а на долю векселей со сроком обращения до 12 месяцев приходится до 75–80% рынка), в течение года вексельный рынок может недосчитаться из-за вывода денежных средств НПФ порядка 80–100 млрд руб.

20 июня 2007 года Минфин РФ своим приказом №53н изменил Правила размещения страховщиками средств страховых резервов, которые были утверждены им же в августе 2005 года. В соответствии с новым приказом, вступившим в силу с 10 августа 2007 года, в списке разрешенных для покрытия страховых резервов активов отдельной строкой были выделены векселя банков. При этом доля таких векселей может составлять до 50% страховых резервов. Правда, лишь в том случае, если банки-эмитенты имеют рейтинг одного из международных рейтинговых агентств: Standard & Poor's, Moody's Investor Service и Fitch Inc не ниже уровня BB-, Ba3 и BB- соответственно или рейтинг одного из российских рейтинговых агентств категории (класса), соответствующей уровню удовлетворительной кредитоспособности финансовой надежности. При этом до 20% резервов могут составлять банковские векселя, эмитенты которых не имеют рейтинга, но имеют лицензию на осуществление банковских операций. Кроме того, до 10% в страховых резервах могут составлять векселя организаций (за исключением банков), имеющих вышеуказанные кредитные рейтинги. В настоящий момент среди российских кредитных организаций международные и приравненные к ним рейтинги имеют 42 банка, но лишь у 18 из них есть векселя в обращении. Кроме того, до 20% от суммы страховых резервов страховые компании смогут вкладывать в векселя российских банков, которые не имеют рейтингов от международных агентств. В настоящее время на публичном рынке обращаются векселя порядка 80–100 банков.

С учетом того что в настоящее время на рынке практически отсутствуют векселя небанковских организаций с соответствующим кредитным рейтингом (за исключением, пожалуй, только АК «Алроса»), новые правила размещения страховых резервов реально могут стимулировать развитие рынка только банковских векселей. По нашим оценкам, объем страховых резервов страховых компаний на середину текущего года мог составлять не менее 450–480 млрд руб., до половины из которых теоретически могут быть направлены на вексельный рынок.

Таким образом, в течение первой половины 2007 года органы государственной власти своими решениями с одной стороны способствовали возможному «выводу» с вексельного рынка до 80–100 млрд руб., а с другой — увеличили потенциальный спрос на векселя на 225–240 млрд руб.

ПРИЗРАЧНАЯ УГРОЗА

В июле 2006 года был принят Федеральный Закон «О внесении изменений в федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации». Данный закон ввел в практику новый вид ценных бумаг — биржевые облигации — и установил требования к ним, порядок их выпуска и обращения. С тех пор прошло более года, но новые облигации пока не появились на рынке. По некоторым сведениям, первые выпуски биржевых облигаций можно ожидать осенью текущего года.

По мнению многих участников рынка, биржевые облигации должны были стать альтернативой векселя, заменив последние на российском долговом рынке. Однако, проанализировав основные положения выпуска и обращения нового закона, мы пришли к выводу, что круг потенциальных эмитентов биржевых облигаций на момент его принятия был достаточно ограничен (не более 70 эмитентов), при этом лишь часть из них использует инструменты внешнего долгового финансирования: облигации (около 60% эмитентов) и векселя (менее 10% эмитентов). Год спустя ситуация существенно не изменилась.

Если посмотреть на список компаний-векселедателей в рейтинге публичных заимствований по итогам 1 полугодия 2007 года, можно отметить, что там отсутствуют компании, акции которых включены в котировальные листы фондовых бирж. Банковский сектор представлен на фондовом биржевом рынке крайне слабо (акции менее 15 банков включены в котировальные листы, лишь около 1/3 российских банков имеют организационно-правовую форму «ОАО»). Таким образом, можно сделать вывод, что в ближайшее время большая часть векселедателей останется на вексельном рынке, решая свои проблемы с краткосрочным финансированием прежним способом.

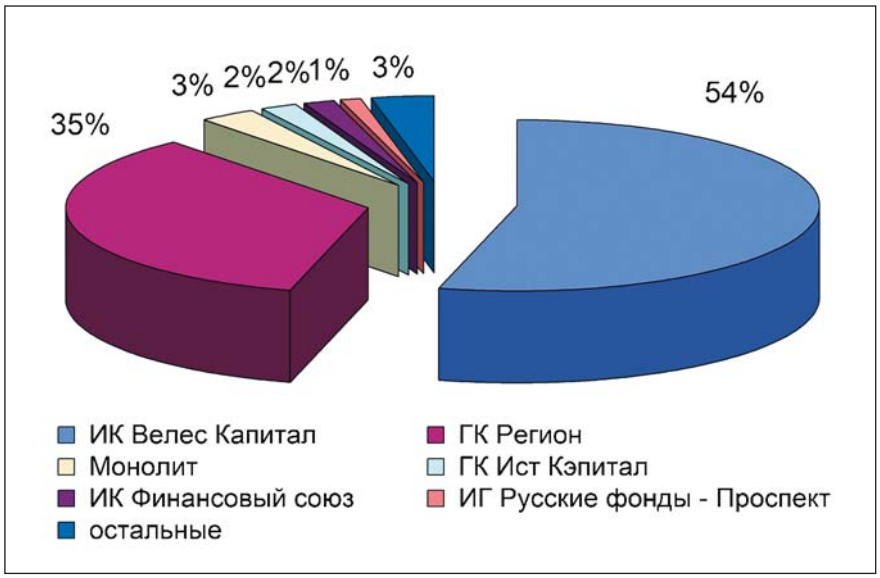
Главное же различие между векселями и биржевыми облигациям заключается, по нашему мнению, в том, что биржевые облигации являются инструментом с высокой степенью защиты для широкого круга инвесторов, в то время как вексель был и остается высокорискованным инструментом для ограниченного круга инвесторов — преимущественно профессиональных участников рынка. Как было уже отмечено выше, на долю 22 крупнейших держателей векселей среди банков приходится около 50% учтенных векселей, а среди 25 инвестиционных компаний — крупнейших операторов вексельного рынка на долю первых двух приходится около 89% от общего оборота.

ЕСТЬ ЛИ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ?

Основная проблема вексельного рынка, на наш взгляд, заключается в документарной форме самого векселя, которая предопределяет специфические риски (дефект формы, возможность утраты, кражи и подделки), требует наличия определенной инфраструктуры у оператора вексельного рынка и дополнительных расходов и издержек, связанных с транспортировкой,

Рис. 5. Доля компаний в суммарном обороте 25 крупнейших операторов вексельного рынка (по итогам 1 квартала 2007 г.)

Источник: НРА, расчеты ГК «РЕГИОН»



проверкой подлинности, проведением криминалистической экспертизы, хранением.

Второй проблемой можно назвать непрозрачное ценообразование, отсутствие торговых систем и достоверной информации об объемах и структуре сделок на вексельном рынке. В настоящее время источником информации о котировках веселей можно назвать информационную систему «РВС-Векселя», а также интернет-сайты ведущих операторов вексельного рынка. При этом сразу надо оговориться, что выставляемые там котировки носят индикативный характер, то есть реальные сделки могут проходить как выше, так и ниже указанных ставок в зависимости от конъюнктуры, объема сделок и тому подобного. Все попытки создания единой торговой системы (АУВЕР совместно с ММВБ, РТС и др.) оканчивались неудачно. С одной стороны, неудачи можно объяснить отсутствием единого независимого депозитария (об этом мы поговорим отдельно), а с другой — тем, что такая ситуация позволяет участникам рынка получать дополнительную прибыль от операций на вексельном рынке.

Следующей немаловажной проблемой является необязательный характер раскрытия информации по векселедателям. Если перед началом размещения векселей информация предоставляется в относительно большом объеме, то в ходе вторичного обращения векселей получить промежуточную отчетность или другую важную информацию часто представляется проблематичным. Особенно остро этот вопрос встает при предоставлении консолидированной отчетности по группе компаний, которая нередко формируется не чаще раза года. Частично эта проблема решается в случае выпуска векселей компаниями, которые имеют в обращении облигации и обязаны раскрывать информацию в соответствии с законодательством. В целом, нельзя не отметить, что в последние несколько лет и векселедатели, и организаторы прилагают определенные усилия, чтобы организовать раскрытие информации в рамках реализации вексельных программ на добровольной основе. Причем принятие таких обязательств со стороны организатора и векселедателя на весь срок реализации вексельной программы, например, в виде публичной оферты с возможностью досрочного учета веселей в случае их нарушения, было бы, очевидно, наиболее действенным способом реального снижения рисков для инвесторов на сегодняшний день.

Возвращаясь к главной проблеме, документарной форме векселя, и связанным с ней многочисленным неудобствам работы на вексельном рынке для векселедателей и операторов (особенно региональных), можно сказать, что выходом в данной ситуации может служить «обездвиживание» векселей. Скажем, путем помещения их в вексельный депозитарий, выступающий хранителем бланков векселей и обеспечивающий их учет одновременно для многих участников вексельного рынка.

Одним из первых участников вексельного рынка, предложивших в 2000 году услуги по депозитарному обслуживанию, позволяющему организовать «безналичный» оборот векселей от момента покупки до погашения, была ГК «РЕГИОН». На тот момент возможность депозитарного хранения векселей различных векселедателей предлагало ограниченное число российских банков. В 2003 году была введена система электронного документооборота, базирующаяся на программе РТС-verif, обеспечивающей электронно-цифровую подпись. Данная система увеличила возможность оперативного обслуживания клиентов депозитарной компании вне зависимости от их территориального местонахождения. В настоящее время ДК «РЕГИОН» обслуживает более 800 депонентов, среди которых 90 банков, 35 страховых компаний, 7 нерезидентов, 12 паевых инвестиционных фондов, в том числе первый в России закрытый паевой инвестиционный ипотечный фонд. Объем ценных бумаг, принятых на обслуживание, превышает 40.5 млрд руб. (в том числе векселей — 11.4 млрд руб.).

Несмотря на успешную деятельность депозитарной компании, мы прекрасно понимаем, что для предотвращения конфликта интересов участников рынка, повышения надежности и привлекательности депозитарного обслуживания для всех участников вексельного рынка необходимо создание единого, независимого депозитария, имеющего современную инфраструктуру и использующего передовые технологии. Очевидно, что для реализации такого проекта необходимы совместные усилия ведущих операторов вексельного рынка и финансовых институтов, способных на основе собственного опыта обеспечить жизнеспособность и востребованность новой структуры вексельного рынка. По нашему мнению, лишь за счет создания новой инфраструктуры можно действительно поднять вексельный рынок на новый уровень развития, привлечь более широкий круг векселедателей и инвесторов за счет существенного повышения удобства и безопасности работы на нем. В противном случае, как говорится, «Боржоми» пить скоро будет поздно…